

CRISIS FINANCIERA: MERCADO SIN FRONTERAS

Alicia Girón ■ Eugenia Correa
coordinadoras



INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS / DGAPA / EDICIONES EL CABALLITO

Crisis financiera:
mercado sin fronteras

Crisis financiera: mercado sin fronteras

Alicia Girón
Eugenia Correa
(compiladoras)

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
EDICIONES EL CABALLITO

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. Francisco Barnés de Castro

Rector

Mtro. Xavier Cortés Rocha

Secretario General

Dr. Humberto Muñoz García

Coordinador de Humanidades

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dra. Alicia Girón González

Directora

Mtra. Verónica Villarespe Reyes

Secretaria Académica

Mtro. Alejandro Méndez Rodríguez

Secretario Técnico

María Dolores de la Peña

Jefa del Departamento de Ediciones

Edición al cuidado de Marisol Simón

D. R. © Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM

Ediciones El Caballito

Primera edición 1998

Impreso y hecho en México

Printed and made in Mexico

ISBN 968-36-6596-9

Colección / la estructura económica
y social de México

ÍNDICE

Epígrafe	9
Introducción	11
PRIMER PARTE. Crisis financiera y deuda externa	
Flujo de capitales, fragilidad e inestabilidad financiera en el desarrollo económico, <i>por</i> Jan Kregel	39
Recuperación económica y crisis financiera, <i>por</i> Theotonio Dos Santos	67
Mercados internacionales de capital e inestabilidad financiera, <i>por</i> Gregorio Vidal	87
SEGUNDA PARTE. Globalización e innovación financiera	
Globalización financiera y mercados contestatarios, <i>por</i> Alicia Girón	117
La globalización y algunos de sus efectos, <i>por</i> Juan Manuel Ugarte	147
La innovación financiera: pronóstico para el nuevo milenio, <i>por</i> Raúl Moncarz	179
TERCERA PARTE. Sobreendeudamiento y crisis bancaria	
Desregulación financiera y sobreendeudamiento: México-Estados Unidos, <i>por</i> Eugenia Correa	191
Manejo de la liquidez y crisis bancaria: el caso de México, <i>por</i> Patricia Armendáriz	211

CUARTA PARTE. Banca central y políticas públicas

Efectos de la liberalización financiera en la deuda pública de México, <i>por</i> Guadalupe Mántey	243
Instituciones fiscales, independencia del banco central y cómo un poco de inflación puede hacer mucho, <i>por</i> Carlos Zarazaga	267
Innovación financiera y prestamista de última instancia, <i>por</i> Jaime Estay	297
Alcances y limitaciones del proyecto exportador mexicano, <i>por</i> Jorge Basave	317

QUINTA PARTE. Deuda externa y estrategias alternativas

Hacia una solución definitiva al problema de la deuda externa: una propuesta, <i>por</i> Ifigenia Martínez	347
Las remesas de los emigrantes como fuente de financiamiento regional en Zacatecas, <i>por</i> Rodolfo García Zamora	357
Alternativas para la reactivación de la economía mexicana, <i>por</i> Arturo Guillén	373

epígrafe

De Bangkok a Seúl; de Hong Kong a Frankfurt; Londres y Nueva York; de México a Río y Buenos Aires, los mercados financieros globales han guiado su artillería hacia las capitales del este asiático. En el camino, han provocado tasas de interés altas, sistemas bancarios frágiles y economías débiles, ocasionando la desestabilización de monedas que habían sido estables. Todo ello durante el segundo semestre de 1997. Esta devastación sugiere que han emergido mercados financieros mundiales como una forma de gobiernos supranacionales para el siglo XXI. No hay elección y no conviene. Pero como virtualmente todas las naciones conforman la economía global, sus finanzas están sujetas a los mercados imperantes.

Lo más importante es, en palabras de Fernando Savater, que

... se mundializan los intereses económicos pero no se logra la mundialización de los derechos básicos de la persona humana. El mundo se unifica en lo tocante a las tarjetas de crédito y a los fusiles Kaláshnikov, pero sigue incapaz de afrontar de manera global el hambre, la guerra, la superpoblación, la protección del medio ambiente, el respeto a las libertades públicas, el combate contra la discriminación racial o sexual, etcétera.

En pocas palabras, ¿cuánto poder tienen estos mercados y cómo lo obtuvieron? ¿Hay alguna región que pueda estar exenta? ¿Es la emergencia de dicho poder positiva o negativa para el desarrollo mundial de la comunidad?

INTRODUCCIÓN

La insolvencia y la quiebra de la economía asiática en 1997 pasarán a la historia como el ejemplo clásico de la gran importancia que han adquirido los mercados financieros en la actualidad, cuando la innovación, la integración y la mundialización financiera son una realidad en un mercado donde el dinero electrónico se mueve durante las 24 horas. En un lapso de seis meses, el fantasma de la devaluación de las monedas, la quiebra de los bancos y la participación del prestamista de última instancia, así como la desestabilización de las bolsas de valores en escala mundial, incidieron en el cuestionamiento no sólo del modelo asiático sino del sistema financiero internacional y de los principios de Bretton Woods.

Desde la crisis financiera de México durante el invierno de 1994-1995, las preguntas siempre fueron: ¿dónde será la nueva crisis financiera?, ¿qué “epidemia financiera” se ha desatado por el mundo que ha llevado en los últimos 15 años a crisis bancarias en más de 130 países?, ¿qué les pasa a los bancos?, ¿dónde están los sistemas de supervisión prudencial para evitar las crisis bancarias?, ¿están perdiendo posiciones los bancos comerciales frente a la competencia con otros intermediarios en escala mundial?, ¿cuál es el papel de la innovación y de la desregulación financieras en estas crisis?, ¿por qué son tan inestables los flujos financieros hacia los países emergentes?, ¿cuál ha sido el papel de la inversión directa y la de cartera en la estabilidad de los mercados?, ¿qué papel le corresponde a la deuda externa de las corporaciones de los países en desarrollo?, ¿por qué la innovación financiera no ha sido hasta ahora un instrumento de estabilización?, ¿hacia dónde nos lleva esa innovación?, ¿cuáles son los conflictos de interés y los requerimientos de supervisión para los conglomerados financieros?, ¿quién usa el dinero electrónico?, ¿cómo afectará éste a los sistemas de pagos?

INTRODUCCIÓN

La insolvencia y la quiebra de la economía asiática en 1997 pasarán a la historia como el ejemplo clásico de la gran importancia que han adquirido los mercados financieros en la actualidad, cuando la innovación, la integración y la mundialización financiera son una realidad en un mercado donde el dinero electrónico se mueve durante las 24 horas. En un lapso de seis meses, el fantasma de la devaluación de las monedas, la quiebra de los bancos y la participación del prestamista de última instancia, así como la desestabilización de las bolsas de valores en escala mundial, incidieron en el cuestionamiento no sólo del modelo asiático sino del sistema financiero internacional y de los principios de Bretton Woods.

Desde la crisis financiera de México durante el invierno de 1994-1995, las preguntas siempre fueron: ¿dónde será la nueva crisis financiera?, ¿qué “epidemia financiera” se ha desatado por el mundo que ha llevado en los últimos 15 años a crisis bancarias en más de 130 países?, ¿qué les pasa a los bancos?, ¿dónde están los sistemas de supervisión prudencial para evitar las crisis bancarias?, ¿están perdiendo posiciones los bancos comerciales frente a la competencia con otros intermediarios en escala mundial?, ¿cuál es el papel de la innovación y de la desregulación financieras en estas crisis?, ¿por qué son tan inestables los flujos financieros hacia los países emergentes?, ¿cuál ha sido el papel de la inversión directa y la de cartera en la estabilidad de los mercados?, ¿qué papel le corresponde a la deuda externa de las corporaciones de los países en desarrollo?, ¿por qué la innovación financiera no ha sido hasta ahora un instrumento de estabilización?, ¿hacia dónde nos lleva esa innovación?, ¿cuáles son los conflictos de interés y los requerimientos de supervisión para los conglomerados financieros?, ¿quién usa el dinero electrónico?, ¿cómo afectará éste a los sistemas de pagos?

Éstas y otras preguntas más nos hemos hecho ante las modificaciones que han experimentado los flujos financieros a lo largo de casi 30 años y el cambiante papel que ha ido cumpliendo la deuda externa de los gobiernos, las corporaciones y los bancos de las economías emergentes, flujos, como las colocaciones de cartera, que antes no figuraban en las relaciones financieras internacionales. Desde los acuerdos de Bretton Woods hasta la desaparición de los tipos de cambio fijos y del oro-dólar como referencia básica, en las reuniones de los organismos financieros internacionales no se ha logrado solucionar la problemática que aqueja tanto a países desarrollados como en desarrollo ni se ha podido establecer una senda de crecimiento económico que elimine las continuas crisis financieras, bursátiles y bancarias en las que día con día incurrirán más países. Tal parece que nos encontramos en un periodo de transición en el que se empiezan a cuestionar los valores de los modelos económicos y en el que la vía para lograr el crecimiento y el desarrollo económico sostenidos no pasa necesariamente por la libertad de los mercados y de las interacciones entre los mercados con respecto a los flujos de capital. Hay preocupación entre los gobiernos, democráticos o autoritarios, debido a que las medidas para solucionar los problemas financieros están afectando el clima laboral y por consiguiente el equilibrio económico, político y social de los países.

INNOVACIÓN, GLOBALIZACIÓN Y MUNDIALIZACIÓN FINANCIERA

La revolución tecnológica y la innovación financiera que se han registrado durante la última década en los servicios financieros, junto con los avances en las comunicaciones en escala internacional, implican un cambio en los perfiles que han ido adquiriendo tanto la deuda externa como el crédito otorgado por los intermediarios financieros. Pero es muy importante que los banqueros tomen al menos tres decisiones: mejorar la razón de capital, usar

normas comunes que regulen los estados financieros de los bancos (los nuevos préstamos deberán otorgarse efectivamente para el crecimiento) y evitar la insolvencia de los deudores a causa de las crisis bancarias.

Muchas preguntas han surgido últimamente en cuanto a los tipos de productos electrónicos que están realizando los bancos y otros intermediarios financieros. Por ejemplo, ¿cuáles serán los efectos de la banca electrónica y la posición competitiva de los bancos y otros intermediarios financieros?, ¿cuáles serán las características de la moneda y de las futuras compras en productos electrónicos y en servicios?, ¿qué tan rápido se adaptarán los consumidores a los servicios financieros vía Internet? Las operaciones fuera de balance y los intercambios de productos financieros de manera privada han puesto en cuestión todos los mecanismos de supervisión financiera. La profundización de las operaciones financieras interbancarias y los crecientes límites a la regulación de las autoridades financieras en cada país, junto con la existencia de un mercado financiero que opera las 24 horas, han llevado a la rápida modificación de los sistemas de pagos como mecanismos para disminuir los niveles de riesgo sistémico.

La innovación financiera ha llevado a pérdidas cuantiosas a varios países y a quiebras de bancos que muchas veces hacen este tipo de operaciones sin la información adecuada. El colapso de Barings demostró la necesidad de darle seguimiento a los bancos que realizan operaciones fuera de balance. Tanto en Asia como en América Latina hay un interés mediato por utilizar las operaciones de derivados. Recientemente el Banco de Tokio perdió en cuestión de minutos 80 millones de dólares. Si bien el colapso de un banco y la pérdida de varios millones de dólares no es tan significativo frente al gran número de operaciones de este tipo que se realizan en escala internacional y a los cerca de 3 000 billones de dólares que diariamente se mueven alrededor del mundo; para un país, sin embargo, puede significar la cancelación del desarrollo económico de su población por varias generaciones.

Conceptos como globalización financiera, mundialización financiera e internacionalización del capital, llevan en muchas ocasiones a la posibilidad de estudiar mejor la integración financiera y las políticas de los organismos financieros internacionales, cuyo objetivo es que los sistemas bancarios del mundo guarden una homogeneidad. Sin embargo, para lograr una mejor supervisión financiera internacional y el saneamiento de los sistemas financieros nacionales, no se debe olvidar que antes será necesario que las decisiones de política monetaria y financiera se concreten en sistemas financieros nacionales sanos, con una banca que no limite el crecimiento económico. Los controles deben ceñirse no sólo a los lineamientos del Comité de Supervisión Bancaria del Banco de Basilea, sino a criterios nacionales que eviten la quiebra de los inversionistas y empresarios. Muchas veces surge la pregunta de si el uso de una mejor tecnología en los bancos permitiría detectar este tipo de problemas, pero generalmente éste reside en las decisiones de política económica.

¿HACIA DÓNDE VAMOS?

Los bancos son los intermediarios más afectados por las condiciones cambiarias, los flujos de capital externos, los niveles de las tasas de interés, el deterioro de las cuentas externas, etc. Es la relación entre demanda y oferta agregada la que se reprime en aras de mejorar los balances financieros de los bancos: así, se elevan las tasas de interés cuando estallan los problemas de cartera vencida, los cuales se agravan por las dificultades de refinanciamiento, al convertir problemas de iliquidez en insolvencia y al afectar como un todo las estructuras productivas. Por ello, el tema de las carteras vencidas ha ocupado el interés no sólo de los estudiosos de la economía sino también de quienes toman las decisiones de financiamiento e inversión.

Desde Estados Unidos, Japón, Suecia y España, hasta Brasil,

Argentina, India y China, la disposición para resolver y salvar la industria bancaria ha llevado a conformar —con la participación del Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, la Reserva Federal de Estados Unidos y los gobiernos de varios países poderosos— paquetes de rescate para un sector que por los efectos de la desregulación y la privatización debería quebrar, dada su incapacidad ante la competencia interna e internacional.

En muchos países el sistema bancario está dominado por unos cuantos bancos grandes. La participación de los cinco mayores en los activos bancarios totales es de alrededor de 40% en Argentina, 50 en India, 60% en Tailandia y México, 13% en Estados Unidos, 27 en Japón, 17 en Alemania, 47 en Francia, 29 en Italia, 57% en el Reino Unido, 65% en Canadá, 50 en Suiza y 49% en España. En la gran mayoría de estos países la concentración es mayor a la que existía en 1980. ¿La desregulación financiera y el nuevo marco competitivo que ésta impulsa favorece la conglomeración de los servicios financieros? Si bien hay una fuerte concentración y centralización del poder financiero y el prestamista de última instancia está preocupado por la insolvencia de los monopolios, ¿qué pasa con el otro porcentaje de cientos, miles de bancos pequeños, que luchan por sobrevivir?, ¿No debe el mercado tomar las decisiones y eliminar a los más ineficientes?

La aguda competencia entre los intermediarios financieros en la formación de activos de alta remuneración en las más diversas denominaciones monetarias, está conduciendo a una mayor concentración y centralización en grandes conglomerados financieros, sin que ello signifique necesariamente una mejoría de su posición competitiva. Por ejemplo, el precio de las acciones bancarias en países como Estados Unidos, Alemania, Italia, Finlandia, Noruega, Holanda, España, Suiza y Suecia es menor al nivel que presentaban en 1980. Las ganancias como porcentaje de los activos han caído por debajo del nivel que alcanzaron en 1980 en países como Japón, Francia, el Reino Unido, Finlandia, Noruega y

España. En cambio, los ingresos diferentes a los intereses cobrados por los créditos otorgados se han elevado significativamente desde el año mencionado para los bancos de países como Estados Unidos, Francia, Reino Unido, Canadá, Holanda, Finlandia, Noruega, Suecia y España. Con ello el crédito propiamente dicho va cediendo lugar en las operaciones bancarias al comercio de títulos.

Todo ello no ha conducido necesariamente a una mayor eficiencia en cuanto a la disponibilidad de recursos suficientes, estables y de bajo costo para la inversión. Las tasas reales de interés han tendido a elevarse significativamente en las mayores economías, en los años noventa, y desde el inicio de los ochenta han sido muy superiores al ritmo de crecimiento económico del grupo de las economías más desarrolladas. Las elevadas tasas reales de interés, junto con las sobretasas por los diferentes riesgos (cambiario, sistémico, moral, etc.), como resultado de las crecientes fragilidad e inestabilidad financieras, se alejan del crecimiento de la productividad y de la capacidad de pago de muchas de las empresas, en particular de las que operan en los mercados de países con monedas débiles.

La creciente participación de intermediarios financieros extranjeros en los países en vías de desarrollo no conduce necesariamente a una mayor disponibilidad de recursos para el financiamiento productivo local estable y de bajo costo, en virtud de que su operación por sí misma no reduce las sobretasas por riesgo cambiario, ni garantiza un descenso de los márgenes bancarios. En México, por ejemplo, su posicionamiento en el mercado está enfocado a los servicios corporativos, limitadamente al crédito al consumo y a los fondos de inversión. Su rentabilidad estará muy determinada tanto por la ampliación de su participación en el mercado corporativo, como por su participación en el mercado cambiario y de dinero. Su presencia es creciente en particular como proveedor de fondos en moneda extranjera a la banca local, constituyéndose así en un elemento determinante del costo del financiamiento, tanto en moneda nacional como extranjera. Así,

los bancos nacionales no sólo van perdiendo posicionamiento en el mercado interno, sino también la posibilidad de imponer en éste su propia estrategia de gestión de activos y pasivos. El riesgo de pérdida del control nacional sobre el sistema de pagos procede así de dos vertientes: por un lado, la incapacidad de la banca local para devolver, por medio de la restructuración y del refinanciamiento, su capacidad de pago a los acreditados bancarios insolventes, y por otro, el ascenso de los intermediarios financieros extranjeros que van imponiendo paso a paso su propia estructura de márgenes y costos en el manejo del sistema bancario como un todo.

LA CRISIS FINANCIERA DE MÉXICO

El final de 1994 representó para la economía mexicana la primera crisis bancaria en la historia independiente; de magnitud considerable, la crisis fue sorteándose gracias al apoyo que Estados Unidos prestó a su vecino inmediato, y al paquete de más de 20 000 millones de dólares otorgados por el Fondo Monetario Internacional. Asimismo, el gobierno mexicano debió instrumentar muchas modificaciones estructurales y tomar diversas medidas, entre las que destacan por su importancia, la creación de dos mecanismos: el Acuerdo para el Apoyo a Deudores (ADE) y el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa), lo que permitió a los bancos capitalizarse y mejorar sus estados financieros para iniciar el proceso de privatización.

Tanto el Fondo Monetario Internacional como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo han señalado que la plena recuperación de la crisis financiera se dificulta por la situación de la banca y que la posibilidad de que el financiamiento a la economía se amplíe se verá muy restringida durante varios años, hasta que la banca no logre recuperar los adecuados niveles de capitalización. Sin embargo, la recuperación de la solvencia de

amplios sectores empresariales aún es una tarea pendiente y la quiebra de muchos de ellos cuestiona la posibilidad de que se amplíe la estructura productiva y del empleo por un largo periodo. Al mismo tiempo, las finanzas públicas se encuentran ahora comprometidas no sólo por el servicio de la deuda pública externa, como sucedió en la crisis de 1982, sino también por el costo del rescate bancario que de acuerdo con las últimas estimaciones asciende al 12% del producto de 1997 y gravitará sobre los recursos fiscales durante los próximos 30 años. El gobierno calcula que el rescate asciende a más de 45 000 millones de dólares. Aunque diferido a lo largo de muchos años, el pago de este rescate está cobrando muchas vidas y creando una situación de empobrecimiento en toda la escala social, incluidos ciertos sectores empresariales que están dejando de ser una alternativa para promover la inversión, el empleo y el crecimiento económico.

El curso de la reorganización del sistema bancario y financiero del país todavía es incierto. Aunque algunos bancos del sector se han capitalizado con la contribución del gobierno, otros han sido intervenidos por las autoridades; en otros casos se ha disuelto la participación accionaria de los propietarios, mientras que va en ascenso la presencia y participación de los bancos extranjeros. Las recientes restricciones a la cobertura del seguro de depósitos podrían llegar a operar frente a futuras posiciones de insolvencia de algún banco en lo individual. Sin embargo, ello requiere profundizar los cambios operados en el sistema de pagos y en la supervisión de los bancos y los conglomerados financieros. Así, unos pocos años después de haberse privatizado, la banca está pasando de inversionistas nacionales a extranjeros de manera acelerada, lo que muestra en el fondo el impacto que la desregulación y liberalización han tenido en el sistema financiero mexicano.

Sin embargo, es importante mencionar que a pesar del acelerado crecimiento sostenido de la cartera vencida, hasta el momento los bancos no han tomado medidas para fomentar el pago de los deudores, lo cual inhibe el deseo de pago de muchos de ellos.

QUIEBRAS BANCARIAS Y FUSIONES

Tanto la crisis del sistema bancario en Chile a principios de los ochenta como la que actualmente afecta a México han sido resultado de la sobrevaluación de la moneda, de un tipo de cambio fijo seguido por una severa devaluación, y de altos niveles de deuda bancaria externa. Esta situación impactó de tal manera al mundo financiero internacional, que provocó quiebras bancarias y postergó las fusiones de los bancos, pareciera ser un proceso que aparentemente requiriera de varios años para consolidarse. Ejemplo de esto es la vinculación entre el Chase Manhattan y el Chemical Bank, así como una serie de fusiones bancarias en Estados Unidos; la unión del Bank of Tokyo y el Mitsubishi Bank o la compra por el Banco Santander y el Banco Bilbao Vizcaya de grupos financieros mexicanos. Este proceso de fusiones aún no ha concluido y puede esperarse una ampliación de la participación extranjera, así como un mayor número de fusiones locales.

PAPEL DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN LA BANCA

La penetración de los bancos extranjeros en América Latina realmente sorprende. Por ejemplo, el Citibank tiene activos por 28 000 millones de dólares en 26 países y el Banco de Boston por 14 000 millones de dólares en seis países. El Banco Santander concentra bancos que se encuentran entre los diez más importantes de países como Argentina, Colombia, México, Perú y Venezuela. El Banco de Nueva Escocia tiene la opción del control de uno de los bancos más grandes de Argentina y México, posee participaciones minoritarias en otros de Chile, Perú y Venezuela, así como en dos bancos de Centroamérica. El BCH y su socio estratégico, el Banco Comercial Portugués, tienen el 20% del Banco Internacional, quinto banco comercial más grande de México. El Citibank recientemente adquirió Banca Confía, que ocupa

el noveno sitio de importancia en México, para incrementar su presencia entre los consumidores mediante la tarjeta de crédito. De la misma forma, el Banco de Boston anunció recientemente la adquisición del Deutsche Bank de Argentina con posibilidades de ser el segundo banco más grande del país y estar mejor preparado para las futuras entradas de capital extranjero.

DE LAS ECONOMÍAS PLANIFICADAS A LAS ECONOMÍAS DE MERCADO

El proceso de restructuración capitalista en Europa Oriental parece un buen ejemplo de lo que sucede cuando la “regulación de mercado” actúa con toda su fuerza. Antes, abrir un banco era visto como un símbolo poderoso del nuevo capitalismo. Sin embargo, después países como Bulgaria y Polonia, que contaban con uno o dos bancos, de un día a otro pasaron a tener cientos de ellos. Rusia repentinamente se encontró con 2 500, pero cuando aparecieron las fuerzas del mercado, varios cayeron víctimas de la ingente competencia y el fraude. En la República Checa, ocho bancos quebraron y la concesión de licencias para bancos extranjeros se ha reservado al banco central. Llama la atención la fortaleza del sistema bancario de Eslovenia frente al de Croacia, que anteriormente formaba parte de Yugoslavia; asimismo, Estonia, Lituania y Letonia han fortalecido hasta cierto punto su sector bancario. Sin embargo, la experiencia en Europa Oriental ha demostrado que forzar el ritmo de la consolidación puede ser un juego peligroso.

CRISIS FINANCIERA DEL SUDESTE ASIÁTICO

La más reciente crisis del sudeste asiático ha mostrado un comportamiento muy semejante al que tuvo México en los meses previos al estallido de la crisis de invierno, a saber: rápido creci-

miento de las colocaciones extranjeras de cartera en los mercados financieros locales, elevación del desequilibrio externo, crecimiento de las tasas de interés internas como soporte del tipo de cambio e incremento del crédito bancario. Todo ello condujo muy rápidamente a que diversos sectores productivos refinanciaran sus pasivos, pero aún así se llegó al punto de que el valor de mercado de las garantías fue superado por los pasivos. Los ajustes cambiarios producidos por la abrupta salida de capitales de los mercados financieros, acompañada por la elevación de las tasas de interés y las limitaciones para el refinanciamiento, llevaron a la insolvencia a una parte importante de los acreditados bancarios. Entre los orígenes de la crisis se plantea el tipo de cambio casi fijo de las monedas de Tailandia, Malasia e Indonesia entre 1990-1995, ocasionando una caída abrupta de las exportaciones; así por ejemplo, las exportaciones de Tailandia a Japón cayeron 20%. La política económica tuvo como una de sus prioridades mantener el crecimiento económico sostenido con base en las entradas de capital e inversión extranjera directa e indirecta, correspondiéndole el mayor peso a la inversión en cartera. Siempre hubo una atracción de los flujos de capital internacional hacia esta zona.

Cuando el Ministro de Finanzas de Tailandia anunció a principios de julio que el baht, la moneda nacional, se pondría a flotar permitiendo una depreciación, la consecuencia fue que para finales del mes la moneda se había devaluado en un 20% frente al dólar, para mediados de octubre 30% y para finales de noviembre se llegó a 40%. La flotación de la moneda representaba la ruptura de un largo periodo en el que el baht había permanecido estable frente al dólar, lo que había permitido que esos flujos de capital internacional se canalizaran a los bancos y éstos a su vez los proporcionaran a los consumidores nacionales. La problemática frente a la devaluación agudizaba una crisis bancaria muy severa cuando el 90% de los préstamos otorgados por los bancos a los prestatarios nacionales provenían de fondos en moneda extranjera y los indicadores del balance financiero de sus bancos, ROA y

ROE, desde el año anterior mostraban un significativo descenso. El Fondo Monetario Internacional anunció de inmediato un préstamo,¹ muy similar al otorgado a México, por 16 600 millones de dólares para preservar la estabilidad de la economía y evitar repercusiones en otros países de la zona, que por supuesto no pudieron garantizarse.

El proceso de la quiebra bancaria en Indonesia,² vinculado justamente al anuncio de un apoyo del FMI por 23 000 millones de dólares a ese país, pone de manifiesto el cambio en la actitud de este organismo respecto al rescate bancario. A diferencia de lo acontecido con México en 1995 y 1996, cuando el gobierno instrumentó acciones para evitar la quiebra mediante la capitalización y la compra de cartera, en Indonesia se cerraron 16 bancos en quiebra, concediéndose sólo una garantía limitada sobre los depósitos. La recuperación de la confianza bancaria será muy limitada y de largo plazo, lo que dará lugar a una sustitución acelerada por filiales y sucursales de bancos extranjeros en el mercado indonesio. Esa sustitución, sin embargo, tampoco garantiza una nueva etapa de financiamiento estable para la economía, lo que imposibilitará la consecución de objetivos propios en materia de políticas monetaria y crediticia. Sin duda, los acontecimientos recientes en Indonesia marcan una nueva pauta de comportamiento del FMI frente a eventuales crisis bancarias.

El anuncio de la crisis financiera en Corea del Sur no pudo

¹ El gobierno de Japón y el FMI aportarían 4 000 millones de dólares cada uno. Australia con 1 000 millones; Corea 500; Hong Kong y China 1 000; Indonesia, 500, y Malasia y Singapur 1 000 millones cada uno. China posteriormente aportaría otros 1 000 millones. Además se contaría con el apoyo del Banco Asiático de Desarrollo y con el Banco Mundial.

² El FMI aportará 10 000 millones de dólares en Derechos especiales de giro y contará con el financiamiento del Banco Mundial y del Banco Asiático de Desarrollo, el financiamiento representa 4.5 y 3.5 mil millones, respectivamente. Australia, China, Hong Kong, Japón, Malasia, Singapur y Estados Unidos han manifestado completar el financiamiento además de la utilización de una parte importante de los cuantiosos activos externos del país. Por tanto, la primera línea de financiamiento será de 23 000 millones de dólares. Este programa lleva implícito el cierre de dieciséis bancos.

contenerse hasta diciembre y se presentó a finales de noviembre, con el anuncio de Lim Chang-yuel de la devaluación del won. Esta medida estuvo acompañada de la suspensión de las cotizaciones de ocho bancos: Hang-do Merchant Bank, Samsam Merchant Bank, Shingsegae Merchant Bank, Gyongnam Merchant Bank, Chongsol Merchant Bank, Sangyong Merchant Bank, Coryo Merchant Bank y Hansol Merchant Bank; posteriormente, también fue suspendido el Kyong-II Merchant Bank. De inmediato se anunció un préstamo por cerca de 55 000 millones de dólares, superior³ al otorgado a México en 1995.

En el sudeste asiático comparten crisis bancarias, con mayor o menor grado de profundidad y de desarrollo, Japón, Corea del Sur, Malasia, Tailandia, Singapur, Filipinas, Taiwan y Hong Kong. En Asia se buscó una mayor consolidación y centralización de los bancos. Los reguladores de Malasia han pasado los últimos años tratando de inducir a los bancos a fusionarse a fin de que se fortalezcan antes de que el gobierno desmantele las barreras para los extranjeros. El banco central incluso ha introducido un sistema doble que da a los bancos más grandes ventajas reguladoras sobre los diminutos, pero hasta ahora en vano. Varias fusiones propuestas han fracasado, básicamente porque los gerentes no pueden soportar entregar el control. También el banco central de Corea del Sur está promoviendo la consolidación con el ofrecimiento de incentivos a los bancos pequeños y en problemas. Elevar los requerimientos mínimos de capital tampoco parece conducir a la consolidación de los sistemas financieros, porque no constituye una barrera infranqueable a la crisis bancaria, como se aprecia en el caso de Filipinas y de varios otros países, en virtud de la expresión de la devaluación en el balance bancario, producién-

³ Corea del Sur obtuvo un préstamo de facilidad ampliada (*stand by*), conformado por 21 000 millones de dólares del FMI, 10 000 millones del Banco Mundial, 4 000 del Banco Asiático de Desarrollo, y dispondría de otros apoyos por 20 000 millones de Estados Unidos, Japón, Australia y otros países. El secretario del Tesoro Robert Rubin dijo que Estados Unidos pondría en garantía una fianza por 5 000 millones de dólares y Japón otros 10 000 millones.

dose un *mismatching* monetario que transfiere rápidamente el riesgo a los acreditados mediante la elevación de las tasas de interés.

Cabe mencionar que en estos momentos China tiene fuertes dificultades para preservar el crecimiento sostenido que ha experimentado durante los últimos años y que lo perfila como líder económico para el inicio del siglo XXI. En efecto, el Banco Central “calcula de manera conservadora” que una quinta parte de los casi 600 000 millones de dólares en créditos de los bancos chinos son irrecuperables. Por otro lado, las torres bancarias que se encuentran en construcción en Pekín parecen corresponder a los bancos más insolventes del mundo. Diez años de concesión de créditos a empresas estatales chinas han acabado con los cinco bancos estatales más grandes, pues resulta que éstos otorgaron 60% de todos los préstamos; si los bancos quiebran, las pérdidas financieras podrían ascender a más del 20% del PIB.

¿CÓMO EXPLICAR LA COYUNTURA?

Cuando la crisis financiera del sudeste asiático sorprendió a varios académicos recreados en el estudio de las crisis monetarias y bancarias de México y América Latina, nos abocamos a examinar los elementos que antecedieron a la caída de las bolsas de valores en escala mundial, el desenvolvimiento y las repercusiones del efecto “dragón” sobre los intereses de los actores financieros, así como la lucha entre China y Estados Unidos por la hegemonía al inicio del siglo XXI.

El cierre a la baja de la bolsa de Hong Kong el lunes 27 de octubre, así como las de Frankfurt y Londres a causa de la caída que aquélla había sufrido desde el jueves anterior, marcó el inicio de una semana de turbulencias en el mercado financiero que durarían algunas semanas más. Por el otro lado, la apertura del New York Stock (NYSE) y la caída que ese día sufrió el peso en México (el dólar a la compra inició con 8.20 pesos y llegó por

arriba de los nueve), más la suspensión por una hora de la venta y compra de acciones en Nueva York, cuando el índice Dow Jones descendió 500 puntos, pusieron en marcha las medidas de seguridad que detuvieron por un instante la inusitada caída. Este momento coyuntural explica varios fenómenos.

El financiero es un mercado que opera las 24 horas y la globalización financiera es una realidad. Los mercados están integrados en su totalidad y el dinero electrónico funciona para perder y ganar. Si se analizan las crisis financieras a lo largo de más de dos décadas y la inestabilidad financiera como una hipótesis real en el crecimiento del capital financiero, se concluye que las crisis bancarias llegaron para quedarse y será necesario iniciar un proceso de reordenamiento y regulación muy eficiente para evitar que el efecto de dichas crisis cancele el desarrollo económico de los países.

Es indispensable fijar reglas para dichos capitales en el marco de los procesos de desregulación de los sistemas financieros nacionales que se emprendieron desde los ochenta para evitar que los países huéspedes sufran salidas drásticas de los flujos de capital en busca de tasas de interés más altas, lo que desestabiliza las economías y provoca procesos devaluatorios.

En la reunión anual del Banco Mundial en septiembre de 1997, su presidente, Michel Camdessus, reconoció que la crisis financiera que afectaba a Tailandia se tendría que resolver de la misma forma en que se había hecho en México en 1995. Si bien esa reunión tuvo lugar en Hong Kong, el inicio de la crisis financiera se vería plasmado en Indonesia y Malasia, Corea del Sur y Japón permeando las economías latinoamericanas, como las de Argentina, Brasil y México. Esto ha preocupado ya a los representantes de los países que se reunieron en Kuala Lumpur, a finales de octubre, cuando se impuso a Tobin, a quien se consideró como un posible regulador de los flujos de capital, como sucedió, por ejemplo, en Chile.

Noviembre sería otro mes de sorpresas; el anuncio de la devaluación del won sudcoreano y la quiebra de la cuarta financiera más importante de Japón durante la última semana de ese mes,

así como la caída del precio del oro a los niveles de 1985, serían el resultado de la cadena de desajustes de los indicadores macroeconómicos.

Gran parte del problema eran los flujos de capitales, pues no se vigiló el destino de los mismos. Si se invierten en deuda de corto plazo en los bancos o se usan para evitar la realización de reformas económicas internas, las decisiones de los proyectos económicos de las naciones carecen de solidez. En el libro que ahora se presenta varios especialistas abordan estos problemas, a los que dan distintas respuestas. La más reciente crisis del sudeste asiático nuevamente ha puesto en evidencia la necesidad de guiar los análisis por sendas novedosas. Las respuestas de los organismos financieros internacionales y de las autoridades financieras estadounidenses no han conducido a una expansión estable del financiamiento; por el contrario, el mundo deberá pagar las consecuencias de las crisis bancarias con varios, muchos años de bajo crecimiento económico y menor bienestar social.

CONTENIDO

Este libro está dividido en cinco grandes partes: la primera, que trata sobre la crisis financiera y deuda externa, está conformado por los trabajos de JAN KREGEL sobre el papel de los flujos de capitales, la fragilidad e inestabilidad financiera en el desarrollo económico. El autor ofrece un análisis de las condiciones de los préstamos internacionales vigentes hasta antes de la crisis de deuda de 1982 y los riesgos presentes en la amplia concentración del crédito que llevó a la citada crisis. Posteriormente, resalta el cambio en las formas en que los capitales fluyen hacia los países en desarrollo, pues los préstamos bancarios han sustituido el financiamiento con bonos y acciones, y cómo esta vía también encontró su límite con la crisis de diciembre de 1994. A continuación analiza el papel de la inversión extranjera directa y sus efectos en la

cuenta externa. Por último, concluye que la única forma de evitar la fragilidad financiera, que también conduce a la inestabilidad financiera en virtud de la forma de operar de los mercados financieros internacionales, es que los países en desarrollo no funden su crecimiento económico en las fuentes externas de financiamiento. THEOTONIO DOS SANTOS analiza los procesos de recuperación económica y crisis financiera. Se enfoca a estudiar el crecimiento de largo plazo de la economía mundial y señala que éste no podrá consolidarse a causa de las persistentes crisis en el sector financiero, por la permanencia del desempleo, el cual aumenta aun con índices positivos de crecimiento. Por su parte, GREGORIO VIDAL analiza las principales tendencias en los mercados internacionales de capital, caracterizados por la creciente inestabilidad financiera. En América Latina estos mercados han sido acompañados por un débil crecimiento de la inversión, bajos salarios, aumento del desempleo y en general por un errático crecimiento de las economías de la región. Señala que estos procesos de inserción financiera regional han estado empujando procesos de reestructuración de las grandes corporaciones regionales, así como las privatizaciones, en las cuales hay una elevada presencia de capitales extranjeros.

La segunda parte sobre globalización e innovación financiera se compone del trabajo de ALICIA GIRÓN acerca de la globalización financiera y el papel de los mercados contestatarios. Se destacan los cambios del sistema financiero y los efectos de éstos en América Latina, se analiza el problema de la deuda externa, en particular la de México, y la reciente crisis financiera. También se estudia la importancia que cobran las reformas estructurales en los procesos de competencia y globalización económica. JUAN MANUEL UGARTE trabaja el proceso de la globalización y algunos de sus efectos, enfocándose en la innovación tecnológica y su importancia para la economía y los mercados financieros. A su vez analiza el comportamiento de las tasas de interés en Estados Unidos y el Reino Unido, su volatilidad y la inestabilidad cambiaria como procesos que conducen a crisis financieras, estudiando sus efectos

en la economía mundial, en especial en América Latina. Analiza también la intervención del FMI y el Banco Mundial en la formulación y conducción de las políticas económicas de los países deudores a cambio de acceder al financiamiento de estos organismos. Por último, RAÚL MONCARZ destaca la importancia de la innovación financiera en el curso de los mercados, proyectándola a manera de un pronóstico para el nuevo milenio. Resalta la importancia de la innovación financiera en el proceso del desarrollo económico, lo cual lleva a menores costos y riesgos, así como a mayor liquidez e información.

La tercera parte se dedica al estudio del sobreendeudamiento y crisis bancaria. Así, en el trabajo de EUGENIA CORREA se aborda la desregulación financiera y el sobreendeudamiento en México y en Estados Unidos. La autora analiza los problemas de sobreendeudamiento compartidos, así como los efectos deflacionarios sobre la economía mexicana y las alternativas para disminuir la constante ocurrencia de aquéllos. Concluye que no sería viable que México adoptara políticas semejantes a las de Estados Unidos. Por otra parte, el trabajo de PATRICIA ARMENDÁRIZ analiza el caso sobre el manejo de la liquidez y crisis bancarias de México. Se inicia con la descripción del modelo Diamond-Dybvig, el cual intenta explicar por qué los bancos son sujetos a corridas y cómo pueden evitarse. La autora desarrolla su análisis en el escenario de la crisis bancaria en 1995, para lo cual describe un modelo de evaluación de liquidez bancaria, refiriendo el riesgo en las instituciones financieras a la capacidad de éstas para hacer frente a sus obligaciones normales, anticipadas o contingentes, a precios razonables. Por último, construye el análisis de un caso para mostrar el efecto negativo que tiene el alto crecimiento en la cartera de créditos, la falta de un buen manejo del riesgo de liquidez de una institución bancaria y por consiguiente, en la solvencia de dicha institución. Se concluye que el modelo sugerido puede ser útil para la administración de la liquidez en la banca mexicana.

La cuarta parte, banca central y políticas públicas, está integrada

por el trabajo de GUADALUPE MÁNTEY acerca de los efectos de la liberalización financiera en la deuda pública de México. Se analizan tanto las características como los resultados de la reforma financiera y se incorpora el estudio de la política monetaria que se aplicó antes y después de la liberalización financiera. A su vez, se analizan el comportamiento de un banco central verdaderamente autónomo y las ventajas de la banca comercial a raíz de la mencionada liberalización. Por último, se destacan los efectos de una banca central protegida en la soberanía nacional. Por su parte, CARLOS ZARAZAGA también estudia el problema de la independencia del banco central y de cómo un poco de inflación puede hacer mucho. Se hace un análisis del problema de la inflación (tipo montaña rusa) y del papel de las políticas fiscales y monetarias, planteándose un ejemplo hipotético con diversos escenarios. Por otra parte, en el análisis de JAIME ESTAY sobre la innovación financiera y prestamistas de última instancia se hace referencia a algunos aspectos del endeudamiento latinoamericano de las últimas décadas, destacándose los mecanismos asociados al llamado “prestamista de última instancia” y en la muy escasa presencia de ese tipo de mecanismos en el endeudamiento regional. Desde esa perspectiva, se revisan algunas discusiones con relación al funcionamiento en América Latina del mecanismo internacional de préstamos de última instancia y se propone una línea de explicación sobre lo ocurrido. JORGE BASAVE incluye un análisis del alcance y limitaciones del proyecto exportador de México. El trabajo se enfoca al estudio del proyecto exportador del país y su importancia en el crecimiento de la economía. De manera particular se analiza el sector manufacturero maquilador y no maquilador; diferenciando el dinamismo de las plataformas de exportación y de las exportadoras privadas nacionales.

Por último, la quinta parte sobre deuda externa y estrategias alternativas se conforma por el trabajo de IFIGENIA MARTÍNEZ, con una propuesta para dar solución definitiva al problema de la deuda externa. Se destaca el problema que ésta entraña para los

países subdesarrollados, el problema del pago de su servicio, el cual se caracteriza por su incompatibilidad con los objetivos nacionales de desarrollo. La autora señala que en estos momentos no es posible pagar y crecer y por ello se ofrece su propuesta de solución. En su ensayo RODOLFO GARCÍA ZAMORA analiza las remesas de los emigrantes como fuente de financiamiento regional y toma como estudio de caso la región de Zacatecas. Se estudia el problema del crecimiento económico y sus efectos en el desarrollo económico y de cómo el problema de la deuda externa trae consigo la disminución de recursos para el desarrollo social del país. La población, al ver deteriorado su nivel de vida, opta por emigrar hacia Estados Unidos. Se analiza el caso particular de los emigrantes del estado de Zacatecas, cuyas remesas se utilizan para financiar proyectos de desarrollo, y se señala que podrían ayudar a disminuir los problemas de inversión y empleo local, así como la emigración misma. Por último, se dan diversas propuestas de uso y destino de los recursos para el mejor desarrollo de las regiones. En su trabajo ARTURO GUILLÉN aborda algunas alternativas para la reactivación de la economía mexicana. A partir de la crisis de 1994 se ha cuestionado la viabilidad del modelo económico seguido hasta la fecha por el gobierno mexicano; por ello, el trabajo de Guillén tiene como objetivo proporcionar diversas alternativas de política económica para lograr el crecimiento y el desarrollo económico. Con tal fin, analiza el proceso económico de las últimas décadas, tanto en escala nacional como internacional, así como los problemas políticos suscitados en el país durante los últimos años.

SEMBLANZA DE LOS AUTORES

Patricia Armendáriz es actuaría matemática de la UNAM, con estudios de posgrado en las universidades de Cambridge y de Columbia y de doctorado en Economía en esta última. Su experiencia laboral ha sido básicamente en el sector público, como asesora de

la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Durante dos años participó en las negociaciones de la apertura de los servicios financieros y en el TLC. Actualmente es Vicepresidenta de Supervisión Integral de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.



Jorge Basave, investigador titular en el Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, es doctor en Economía por la propia Universidad. Es también miembro del Sistema Nacional de Investigadores. Su tema principal de investigación son los grupos empresariales en México, sobre el cual ha publicado diversos artículos y trabajos en varios libros colectivos. Su más reciente libro es *Los grupos de capital financiero en México, 1974-1995*, en coedición IIEC-El Caballito en 1997.



Eugenia Correa es profesora titular del posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM, en el área de Desarrollo Económico. Obtuvo el grado de doctora en Economía por la propia Universidad; es miembro del Sistema Nacional de Investigadores y Presidenta de la Asociación de Licenciadas en Economía. Recibió en dos ocasiones el premio “Maestro Jesús Silva Herzog”, del IIEC, UNAM. Es autora de varios libros, entre otros *Los mercados financieros y la crisis en América Latina* y *Crisis y desregulación financiera*.



Theotonio Dos Santos es titulado en Sociología y Política y Administración Pública (UFMG), maestro en Ciencia Política (UNB), y está concluyendo el doctorado en Economía (UFMG y UFF). Dentro de su actividad profesional ha sido profesor de las universidades de Brasilia, Chile, Nacional Autónoma de México, de Northern Illinois, del estado de Nueva York, Católicas de Minas Gerais y de Río de Janeiro, Instituto Bennet de Río de Janeiro y Federal de Minas Gerais. Conferencista en el Instituto de América Latina y de la

Academia de Ciencias de la URSS. Ha sido director del Centro de Estudios Socio-Económicos de la Universidad de Chile y de la División de Posgrado de Economía de la UNAM. Actualmente es miembro del Consejo Directivo del Programa de Posgrado en Ciencia Ambiental, coordinador de la Cátedra UNESCO sobre Economía Global y Desarrollo Sustentable, decano de Economía de la Universidad Abierta de Brasil y coordinador de la maestría de Economía de la Universidad Federal Fluminense. Ha publicado más de 25 libros, aproximadamente 90 artículos en revistas científicas y ha participado como coautor en otros 40 libros. Sus trabajos se han editado en cerca de 40 países en los idiomas portugués, español, inglés, francés, alemán, italiano, finlandés, holandés, sueco, danés, servo-croata, ruso, árabe, japonés, griego, coreano y chino. Sus principales libros son: *O Conceito de Classes Sociais*, Vozes, Brasil; *Forças Productivas e Relações de Produção*, Vozes, Brasil, y *Economia Mundial, Integração Regional e Desenvolvimento Sustentável*, Vozes, Brasil.



Jaime Estay es profesor en la Benemérita Universidad Autónoma de Puebla, donde recibió el título de licenciado en Economía. Es doctor en Economía por la Facultad de Economía de la UNAM. Ha recibido la medalla “Gabino Barreda” de la UNAM, el premio “Maestro Jesús Silva Herzog” en 1994, del IIEC, UNAM. Es autor de varios libros, entre ellos, *Pasado y presente de la deuda externa de América Latina*.



Rodolfo García Zamora es profesor de la Escuela de Economía de la Universidad Autónoma de Zacatecas, donde actualmente es Secretario General. Pertenece al Sistema Nacional de Investigadores y obtuvo su doctorado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Barcelona. Su área de trabajo se desarrolla en temas sobre economía agrícola y política económica. Ha publicado más de 40 trabajos en revistas nacionales.



Alicia Girón es doctora en Estudios Latinoamericanos por la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales de la UNAM. Tanto en la maestría como en el doctorado fue merecedora de la medalla “Gabino Barreda”, así como del premio “Distinción Universidad Nacional para Jóvenes Académicos” en el Área Económico-Administrativa 1990. Pertenece al Sistema Nacional de Investigadores. Actualmente es directora del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM. Es autora de varios libros, entre los que destacan *Cincuenta años de deuda externa* y *Fin de siglo y deuda externa. Historia sin fin. Argentina, Brasil y México*, y compiladora de otros más, entre los más recientes: *Integración financiera y TLC, La banca de desarrollo hacia el inicio del siglo XXI* y *Crisis bancaria y carteras vencidas*.



Jan Kregel es profesor de Política Económica en el Departamento de Ciencias Económicas de la Universidad de Bologna, Italia. Sus estudios de doctorado los realizó en la Rutgers University y en el Research Student, Faculty of Economics and Politics, University of Cambridge. También se desempeña como Senior Economic Affairs Officer, en la UNCTAD, Global Interdependence Division, Ginebra; y ha participado en varias sesiones del Committee of Independent Experts, UNCTAD Trade and Development Board. Ha publicado numerosos libros, capítulos en libros, artículos en periódicos y revistas sobre cuestiones monetarias y financieras.



Guadalupe Mántey es profesora titular de tiempo completo en la Escuela Nacional de Estudios Profesionales de Acatlán, maestría en Economía. Obtuvo su doctorado en Economía en la Universidad de Kent. Recibió la distinción “Cátedra Especial Ezequiel A. Chávez” UNAM, y pertenece al Sistema Nacional de Investigado-

res. Ha publicado varios libros, de los que destaca *Lecciones de economía monetaria*.



Ifigenia Martínez obtuvo la licenciatura en Economía en la Facultad de Economía, UNAM, y la maestría en la Harvard, University. Ha ocupado diversos cargos en el sector público y la dirección de la Escuela Nacional de Economía de la UNAM. También ha sido diputada federal, embajadora y representante permanente alterna de México en la Organización de las Naciones Unidas, senadora de la República, fundadora y miembro del Comité Ejecutivo Nacional del Partido de la Revolución Democrática, directora del Instituto de Estudios de la Revolución Democrática. Además, es autora de varios libros, de los que destaca *Deuda externa y soberanía nacional*.



Raúl Moncarz es jefe del Departamento de Economía en la Florida International University. Su cátedra se concentra en las áreas de macroeconomía, moneda y banca, y economía internacional. También ha sido profesor de la Universidad de Nueva Orleans y ha impartido numerosos seminarios en universidades mexicanas, centroamericanas y de la Cuenca del Caribe. Es autor de *Moneda y banca; teoría monetaria, finanzas e inflación* y *Fundamentos de administración financiera*.



Juan Manuel Ugarte obtuvo su licenciatura en Economía en la UNAM y la maestría en Banca de Desarrollo con especialidad en Desarrollo económico y finanzas internacionales en la American University en Washington, con distinción. Tiene posgrado en Comercio Internacional y en Políticas de Estabilización en el Instituto Coreano de Desarrollo (KDI). Su carrera la ha desempeñado principalmente en el gobierno federal, donde ha sido jefe del Departamento de Inversión Extranjera y subdirector de Promoción Fiscal en la

SHCP; director de Análisis Arancelario, así como coordinador de asesores del Subsecretario de Fomento Industrial de la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial. En la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ha ocupado los cargos de director ejecutivo de Análisis y Financiamiento Sectorial, director general de Estudios Económicos y de Mercado, y desde junio de 1995 es director general de Intermediarios Bursátiles. En lo académico ha sido profesor de las materias de comercio internacional y finanzas internacionales en la licenciatura y maestría del Departamento de Economía de la Universidad de las Américas, A.C., durante el periodo 1981-1990, y ha publicado diversos estudios y ensayos en economía en revistas especializadas desde 1976.



Gregorio Vidal, economista con maestría en Estudios Latinoamericanos en la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales de la UNAM. Es profesor investigador titular y actualmente director de Ciencias Sociales y Humanidades de la Universidad Autónoma Metropolitana, Iztapalapa. Ha sido miembro del Comité Editorial de la revista *Iztapalapa*, de la Colección Texto y Contexto y CCH, y del Comité Directivo de la revista *Economía: Teoría y Práctica*. Es autor de varios libros sobre la formación de los grupos financieros en México, la crisis financiera, la deuda externa y sobre los aspectos políticos de la crisis.



Carlos E. Zarazaga obtuvo su doctorado por la Universidad de Minnesota. Es Senior Economist and Executive Director del Center for Latin American Economies, del Federal Reserve Bank de Dallas, en labores que envuelven investigación sobre política monetaria e inflación, instituciones fiscales y reglas de política, fluctuaciones económicas en América Latina y mercados de capital. Tiene experiencia con el sector público de Argentina, donde ha trabajado para el Banco Central y también como asesor econó-

mico del Senado en el periodo 1983-1985. Tiene amplio conocimiento del Federal Reserve System, donde ha trabajado como consultor para el Federal Reserve Bank de Minneapolis y como economista para el Federal Reserve Bank de Philadelphia. Se ha desempeñado como Lecturer en la Wharton School de la Universidad de Pennsylvania. Sus más recientes publicaciones son un estudio sobre *Mercado de capitales en Argentina en el periodo 1900-1930* (proyecto conjunto con Leonard Nakamura, del Federal Reserve Bank of Philadelphia, y de próxima publicación por Stanford University Press Book), y un estudio sobre Fluctuaciones económicas de Argentina (proyecto conjunto con Finn Kydland, de la Carnegie Mellon University) que apareció en la publicación del cuarto trimestre de la *Economic Review*, 1997, la principal publicación del Federal Reserve Bank of Dallas.

AGRADECIMIENTOS

La Dirección General de Asuntos del Personal Académico ha otorgado el apoyo financiero para realizar la presente investigación; siendo invaluable el apoyo entusiasta del becario Roberto Soto, la disposición de Patricia Rodríguez, miembro del Instituto de Investigaciones Económicas y de los becarios Carlos Argüello, Manuel García, José Martín Guerra, Claudia Maya, César Romero y Enrique Torres.

Alicia Girón y Eugenia Correa

PRIMERA PARTE

CRISIS FINANCIERA
Y DEUDA EXTERNA

FLUJO DE CAPITAL, FRAGILIDAD E INESTABILIDAD FINANCIERA EN EL DESARROLLO ECONÓMICO

Jan Kregel

INTRODUCCIÓN

Hay un aforismo, bien conocido en los círculos bancarios, que dice que los banqueros solamente deberían prestarle a quien no necesita dinero.

Esto parece reflejar la experiencia de la mayoría de los países en desarrollo: cuando necesitan pedir prestado encuentran que es difícil hacerlo, y cuando reciben fondos se les dificulta detener su entrada.

Lo que el aforismo supuestamente intenta decir es que los banqueros solamente deberían prestar contra suficientes colaterales, de manera que sus préstamos queden asegurados y el riesgo del crédito se reduzca al mínimo. Pero, como ha dicho George Soros [1987:81], el mero acto de prestar puede cambiar el valor del colateral que se usa para asegurar el préstamo.

De este modo, Soros sugiere que puede haber una relación positiva entre el valor del colateral y el del préstamo que asegura, y una relación negativa *ex post* entre el préstamo y el riesgo crediticio. Una empresa que fracasa en asegurar el préstamo podría sufrir una baja en sus ventas o reducir su actividad, con lo que el valor de sus activos disminuye.

FRAGILIDAD FINANCIERA Y DESARROLLO

Sin embargo, la relación positiva no parece haberse confirmado con la experiencia de los préstamos a los países en desarrollo. Aquí nos encontramos con que la regla general tiende a ser lo opuesto, pues mientras mayor es el préstamo, menor es el valor de los activos del país. ¿Por qué prestar se ha vuelto difícil?

Antes de que Soros se volviera un nombre conocido, Hyman Minsky [1975] había expuesto el análisis del riesgo del apalancamiento financiero, el cual puede ayudar a explicar por qué la proposición de Soros tiende a no funcionar en muchos países en desarrollo. El análisis de Minsky se basa en la sustentabilidad de los flujos de dinero generados por los balances de las compañías. Tomando el concepto de “margen de seguridad” de Benjamín Graham, Minsky definió el financiamiento de las operaciones de las empresas como financiamiento con “cobertura” (*hedge*), cuando éste tiene balances en los que se esperan flujos de dinero de proyectos en operación que siempre exceden los costos de financiamiento y los gastos de operación, incluyendo también los dividendos de los accionistas, por un amplio “margen de seguridad”. Éste hace las veces de un colchón para absorber los cambios imprevistos en los flujos de dinero. Si el colchón cubrió, digamos, 2.33 de la desviación estándar del curso histórico de las ganancias brutas de operación, entonces la probabilidad de que la empresa no fuera capaz de cumplir con sus compromisos de flujo de dinero sería de tan sólo 1%. Esa empresa que se espera cumpla con sus pagos con 99% de probabilidad, es el equivalente a una que no necesita el dinero.

A medida que el colchón de seguridad disminuye y aumenta la probabilidad de que se incumplan los compromisos de flujo de dinero, habrá un punto en el cual sea 99% probable que en el futuro haya algunos periodos en los que el colchón no sea suficiente y la empresa no pueda cumplir con sus compromisos. Sin embargo, el colchón acumulativo sobre la vigencia del préstamo

puede ser suficiente, de manera que el proyecto tenga un valor actual neto positivo. La empresa puede necesitar ocasionalmente una ampliación pero, hacia el final del préstamo, habrá cumplido con todos los intereses y con los pagos principales. Esto es lo que Minsky llama una posición de financiamiento “especulativo”, ya que tanto el banquero como el prestatario esperan que hacia el final del proyecto habrá suficiente dinero para volver a pagar el préstamo, aunque puede haber un déficit en algunos periodos intermedios.

Finalmente, cuando no hay colchón y sí una alta probabilidad de déficit en casi cada periodo, la empresa tendrá que pedir préstamos de fondos adicionales para cumplir con sus compromisos de flujos de dinero; a esto Minsky lo llama financiamiento *Ponzi*, refiriéndose al bien conocido esquema de inversión pirámide. Éstas son empresas que realmente necesitan pedir prestado simplemente para permanecer en el negocio; son aquellas a las que según el aforismo de los banqueros no se les debería prestar.

Esta teoría se aplica a las empresas en una economía capitalista. Minsky señala que es posible que las posiciones de financiamiento de los banqueros cambien a medida que ciertas variables macroeconómicas también lo hagan. Por ejemplo, una modificación en la política monetaria interna que ocasione un aumento de las tasas de interés tiene dos efectos en el apalancamiento de los proyectos financiados: reduce los valores actuales de los flujos de dinero de los proyectos, y aumenta los compromisos de flujo de dinero para financiar los cargos cuando el préstamo es principalmente de corto plazo o se acordó a tasa de interés ajustable. Para algunos prestatarios el colchón de seguridad no será lo suficientemente grande para cubrir los cambios exógenos de las condiciones y las unidades con financiamiento con cobertura (*hedge*) se transformarán en especulativas, mientras que otras cambiarán de especulativas a *Ponzi*.

El resultado es un aumento en el riesgo de crédito asociado con el préstamo bancario, ya que el colchón de seguridad ahora es más

pequeño. También se elevan los riesgos para el prestatario, puesto que las empresas tienen más dificultades para generar los flujos de dinero esperados. De este modo, la fragilidad del sistema financiero aumenta con el incremento de la tasa de interés. Cuando esta creciente fragilidad llega a un punto tal que algunos banqueros ya no desean conceder préstamos adicionales ocasionales a unidades con posición especulativa o préstamos semipermanentes a unidades con posición de financiamiento *Ponzi*, el sistema se puede volver financieramente inestable. En esas condiciones, para cumplir sus compromisos las empresas con financiamiento *Ponzi* no tienen más que recortar sus gastos de inversión y aumentar sus flujos de dinero, para lo cual deben vender sus productos a precios rebajados, al igual que sus activos. El resultado es una presión generalizada hacia la baja de los precios, tanto del producto como de los activos, en un momento en que la demanda total está cayendo como resultado de la suspensión de los gastos de inversión de las empresas *Ponzi* y de la caída general de la inversión debido a las restricciones de la política monetaria. Esto se parece a lo que Irving Fisher ha llamado “deflación de deuda”, ya que la creciente eventualidad de los riesgos de crédito se transmite a los bancos en la forma de débitos crecientes y disminución en la calidad de los activos. Esto eventualmente podría colocar a algunos bancos en una situación difícil, pues si su colchón de capital no basta para absorber las pérdidas de los préstamos, el resultado sería una crisis financiera total.

El análisis de Minsky del paso de la fragilidad a la inestabilidad financiera se basa en un cambio en la política monetaria interna. Sin embargo, como los mercados de capital son cada vez más interdependientes y con mayores flujos de capital, el mismo efecto puede provenir de un cambio en la política monetaria extranjera. Éste fue especialmente el caso de los prestatarios de los países en desarrollo durante la crisis de la deuda de los decenios setenta y ochenta. Si las empresas de los países en desarrollo están contratando préstamos en moneda extranjera con bancos extranjeros a

tasas de interés que se reajustan en periodos cortos, se puede producir la misma fragilidad e inestabilidad financiera. Primero, porque el aumento en las tasas de interés del extranjero se transmite con un retraso corto a los compromisos de flujo de dinero de los prestatarios, lo cual reduce los márgenes de seguridad de las empresas. Segundo, porque los márgenes son en términos de los flujos de moneda interna. Si el cambio en los diferenciales de las tasas de interés internacionales conduce a la depreciación de la moneda nacional con relación a la extranjera en la que se hizo el préstamo, entonces el colchón de seguridad se desgastará. Finalmente, si el gobierno responde a la debilidad de la moneda nacional en los mercados internacionales con un aumento de las tasas de interés, puede afectar adversamente la demanda interna y los flujos de moneda nacional se reducirán. Es posible que en un muy corto lapso una empresa pase de una posición de financiamiento con cobertura *hedge* a una *Ponzi* como simple resultado de un aumento en las tasas de interés del extranjero. El que este aumento en la fragilidad financiera se convierta en inestabilidad y crisis dependerá de la voluntad de los bancos extranjeros para proporcionar el préstamo en moneda extranjera que se requiere para cumplir con los cargos financieros de la deuda externa. Podrían no hacerlo si siguen el aforismo de los banqueros.

Como resultado, las empresas pueden verse forzadas a intentar mejorar sus posiciones de efectivo con un aumento de sus ventas. Empero esto generalmente conduce a la caída de precios en los mercados internacionales, que comprende las pérdidas asociadas a la depreciación del tipo de cambio, y a un recorte en las operaciones, lo que simplemente hace que las condiciones de la demanda interna empeoren. El golpe, por lo tanto, tiene efectos tanto en el sistema financiero interno como en los bancos extranjeros, que ahora tienen en sus libros préstamos cada vez más dudosos. Si el colchón de capital, tanto de los bancos nacionales como de los extranjeros, es insuficiente para absorber las pérdidas, entonces la fragilidad se transforma en inestabilidad sistémica global.

Para evitar la crisis se requerirá una moratoria de deuda y luego una “prueba” de deuda para reprogramar los flujos de dinero. Pero tal “prueba” sólo es posible si el deterioro del colchón de seguridad pasa del financiamiento con cobertura *hedge* al especulativo. Si todas las posiciones se han vuelto *Ponzi*, todas las empresas tendrán valores netos actuales estrictamente negativos, y no habrá reprogramación posible que pueda resolver el problema.

Una dificultad más la ocasiona el carácter de la moneda extranjera del préstamo que hace que la crisis financiera sea más probable con el préstamo internacional. Es común caracterizar un préstamo de interés fijo normal como una opción costosa que debería reflejarse en el precio del préstamo. La opción puede considerarse como el derecho que los prestamistas otorgan a los prestatarios para venderles los activos de las empresas a precio bajo, que es igual al valor en moneda nacional del préstamo original. Al ejercerse esta opción simplemente se deja de pagar la deuda ya que para el prestatario al recibir el valor de esta opción y el fondeo, el precio de la deuda será más bajo y la tasa de interés efectiva cargada por el prestamista será más alta. El premio de la opción debería representar el crédito o el riesgo de que se deje de pagar la deuda y debería reflejarse en el premio de riesgo agregado a la tasa de interés libre de riesgo.

En un préstamo internacional, sin embargo, esta opción tiene otro costo adicional, porque las sumas involucradas son en moneda extranjera. Si el comprador efectúa la primera opción, intercambia el valor del préstamo en moneda extranjera por los activos de la empresa denominados en moneda nacional. De esta manera, hay una opción con un costo adicional por la tasa de cambio en la que el prestatario tiene el derecho de venderle al prestamista la moneda nacional a un precio igual al de la tasa de cambio prevaleciente en el momento en que se originó el préstamo. Esta opción también se puede efectuar al dejar de pagar la deuda.

En un préstamo sindicado estándar del euromercado, estas

opciones implícitas tienen un vencimiento igual al del periodo reprogramado, el cual se renueva y revalora en cada periodo de reprogramación del préstamo. De este modo, a medida que se devalúa la moneda nacional, aumenta el valor de la opción para vender la moneda local, y a medida que el interés se eleva, el valor de la empresa cae, incrementando el valor de la opción de vender la empresa. Si las opciones se están valuando correctamente, entonces el premio-riesgo representado por la sobretasa sobre la Libor debería estar aumentando rápidamente. Y aquí es donde los procesos de reflejo negativo desempeñan su papel. Primero, a medida que el valor de la opción aumenta, los bancos extranjeros, que son los que suscriben la opción deberían aumentar las compensaciones de su opción, lo que pueden hacer solamente vendiendo la moneda externa. Esto agrega presión a la tasa de cambio y ocasiona que el valor de la empresa caiga aún más rápidamente, haciendo que la suspensión del pago de la deuda sea una opción más atractiva para el prestatario. Al mismo tiempo, el aumento en el premio de la opción adquiere la forma de tasas de interés más altas, lo que acrecienta la dificultad de la empresa para cumplir con sus compromisos de pago. Si hay un aumento en las tasas de interés internas para compensar la depreciación, ello tiene desafortunadamente el mismo efecto en el valor de la opción y conduce a vender cada vez más la moneda externa. De este modo, todos los factores conducen a valores crecientes de las opciones y a una mayor tentación para dejar de pagar la deuda, lo que incrementa la probabilidad de tener una crisis financiera y cambiaría...

Es evidente que estas condiciones pueden hasta cierto punto aliviarse si los contratos de las opciones se valúan correctamente, de manera que reflejen los posibles riesgos. Esto produce premios-riesgo más bajos en las tasas de interés y compensaciones más bajas. Pero si a pesar de todo, las empresas, no pueden cumplir con sus compromisos de pago, pueden propiciar que los prestamistas renieguen de las opciones, se nieguen a permitir la

suspensión de pagos e intenten invocar la intervención del gobierno para hacer que los prestatarios paguen. Así, son éstos, o los residentes del país, quienes se vuelven responsables de los riesgos del crédito, en lugar de los bancos, que supuestamente eran los que debían haberlos asumido cuando calcularon sus premios de riesgo. De hecho, esto es lo mismo que obligar a los prestatarios a pagar dos veces por lo mismo (o mejor dicho, a distribuir ese costo entre la población en general, en lugar de que lo asuman los responsables del préstamo), o que permitir un reavalúo retroactivo del premio-riesgo que los bancos no pudieron hacer de manera correcta cuando los préstamos se contrataron originalmente o cada vez que los refinanciaban. De cualquier modo, el resultado es el caso totalmente anormal de un prestatario que se enfrenta tanto a los prestamistas como a los riesgos de los prestatarios calculados retroactivamente.

DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS SINDICADOS AL FINANCIAMIENTO EN ACCIONES

Como resultado general de la experiencia de los años ochenta se consideró que el problema residía en la forma de prestar. Si se pudieran eliminar los préstamos bancarios sindicados como fuente de financiamiento para los países en desarrollo, entonces el desarrollo podría recomenzar con base en los préstamos externos. El problema se enfocó como de financiamiento de "deuda". Los organismos multilaterales cambiaron sus políticas para centrarse en el financiamiento en "acciones". Esto primero se hizo a base de alentar programas en los que el principal de la deuda se canjeó por participaciones en las acciones de las empresas en los países en desarrollo. Ciertamente, muchos de los bancos prestamistas pronto encontraron que volver a negociar los acuerdos y crear un mercado y un comercio secundario en la deuda de los países subdesarrollados era una buena fuente de compensaciones

y de ingreso de comisiones que podrían compensar algunas de las pérdidas por los atrasos o los incumplimientos de los pagos.

Pero efectuar un cambio estable en el flujo de capitales de deuda por acciones en las cantidades requeridas significaba hacer un cambio sustancial en las políticas internas de los países en desarrollo. Si quisieran atraer financiamiento en acciones deberían tener las suficientes acciones de empresas privadas para venderlas y los mercados de valores privados para hacerlo. Además, ya que los países en desarrollo querían atraer inversionistas extranjeros del sector privado, tenían que proporcionar alguna seguridad de competencia en el mercado interno y la posibilidad de repatriar las ganancias. Para resumir, el cambio de deuda por financiamiento en acciones requería la creación de una economía de mercado privada total con entrada y salida libres en los mercados externos e internos. Pocos países en desarrollo poseían estas condiciones al comienzo de los años ochenta, de manera que los prestamistas multilaterales incorporaron tales políticas de mercado “amistosas” a sus requisitos para aquellos países que buscaran préstamos oficiales como base para atraer préstamos bancarios adicionales a medida que buscaban reprogramar y pagar de nuevo su carga de deuda.

Para desarrollar un ambiente adecuado de mercado financiero interno, se alentó a los gobiernos a embarcarse en extensos programas de privatización de las empresas estatales para aumentar la oferta de acciones corporativas. También se les empujó a convertir sus programas de pensión estatales en programas de inversión de aportaciones en acciones privadas. Las empresas financieras también se privatizaron, y se emprendió la liberación del sector y de las regulaciones financieras, y se buscó establecer instituciones similares a las de los países desarrollados.

Pero el capital privado requería algo más que atrapar los mercados financieros libres; también necesitaba un ambiente interno estable y la posibilidad de obtener ganancias internacionalmente competitivas. Otro prerequisite importante era estabilizar la tasa

de cambio, lo que significó reducir la inflación y los déficit del gobierno. De ese modo, se establecieron políticas de estabilización económica para reducir la tasa de expansión de la oferta de dinero y se redujeron drásticamente los gastos del gobierno. La privatización ayudó a todo esto. Las crecientes tasas de interés también hicieron que las ganancias sobre la deuda del gobierno fueran más atractivas para los inversionistas extranjeros. Los inversionistas internacionales también requirieron la habilidad de comprar y vender libremente insumos y productos, así como inversiones financieras en los mercados mundiales. De modo que las restricciones al comercio también se retiraron y al mismo tiempo se limitó la convertibilidad para las transacciones en las cuentas de capital. Esto también contribuyó a reducir la tasa de inflación, al abrir los mercados internos a la competencia extranjera.

La introducción de las políticas de mercado “amistosas” durante los ochenta se debió principalmente a la necesidad de crear un ambiente que atrajera flujos de capital “que no crearan deuda”, lo que permitiría a los países en desarrollo regresar al camino del crecimiento rápido sin las dificultades asociadas a los préstamos bancarios sindicados. La lógica detrás de este razonamiento fue que quien invierte en acciones para la compra de activos financieros nacionales asume el riesgo de la moneda extranjera usada en la inversión. Si las políticas internas de estabilización fracasaran al grado de provocar una crisis monetaria, la pérdida de capital estaría entonces en los libros de los inversionistas extranjeros, no en los de los prestatarios nacionales. Así, se eliminó el efecto de la tasa de interés fija; el fondeo de refinanciamiento se ligó a las tasas de interés extranjeras. La participación en acciones no tuvo ganancias fijas, de tal manera que los costos de capital para los prestatarios nacionales quedaron desligados de las tasas de interés extranjeras. Hasta los préstamos a tasa fija a plazos más largos estarían determinados por las tasas de interés internas, no por las externas. Así entonces, los elementos de reacción que habían

probado ser tan dañinos en el caso de los préstamos bancarios pudieron evitarse para no crear flujos de capital de deuda.

Las variantes de este paquete de políticas se siguieron en la mayoría de los países latinoamericanos durante el periodo de recuperación de la crisis de la deuda. Parecía que iban a tener mucho éxito para propiciar las condiciones de estabilidad económica y ampliar los mercados financieros internos. En cambio, ayudaron menos a reanudar el crecimiento de los ingresos per cápita, por lo que en la mayoría de los países los ingresos reales no sólo no se elevaron, sino que en algunos casos, registraron niveles inferiores a los de principios de la década. En contraste, probaron ser muy exitosas para atraer flujos de capital externo.

Sin embargo, los beneficios esperados de los flujos que “no creaban deuda”, relativos al financiamiento bancario sindicado, fueron una ilusión. Mientras que era cierto que los prestatarios nacionales ya no pagaban tasas impuestas por las tasas de interés externas, la integración de mercados financieros mundiales significaba que los flujos todavía se determinaban por las tasas de interés relativas. El agudo incremento de los flujos a los países al comienzo y a lo largo de la década de los setenta tuvo mucho que ver con las extremadamente bajas tasas que se pagaban en los países desarrollados, así como con el atractivo de los países en desarrollo como resultado de sus nuevas políticas de mercado “amistosas”. Al mismo tiempo, un país que estaba intentando estabilizar la moneda encontraba que no podía poner en operación una política monetaria interna independiente de las condiciones de los mercados internacionales. Si las tasas de un país desarrollado aumentaban, entonces se veían obligados a elegir entre permitir que la moneda se depreciara o estrechar la política monetaria y aumentar las tasas internas. Lo que es más, crearon una forma diferente de inestabilidad financiera. Las políticas de mercado “amistosas”, establecidas para atraer flujos de capital externo, no fueron coherentes globalmente. Tienen el aspecto de la falacia de composición, en el sentido de que su éxito las hizo más difíciles de lograr.

Ya que la reducción en la tasa de inflación generalmente incluye una apreciación de la tasa de cambio real, los productores nacionales que están tratando de reestructurar la producción quedan en desventaja relativa frente a la competencia externa. Como el aumento de las tasas de interés, junto con la caída en la inflación, produce un aumento en las tasas de interés reales, las empresas nacionales tienen más dificultades para hacer las inversiones necesarias para ajustarse a la competencia extranjera. Además, si ha habido una elevada indización del ingreso a la inflación, la caída en la tasa de ésta puede producir el equivalente a un efecto riqueza a medida que las caídas de los precios conducen a elevaciones en el ingreso y a que los consumidores intenten tomar ventaja de lo que puede parecer una tregua temporal en la inflación. De este modo los gastos de consumo pueden aumentar y presionar sobre los precios de los bienes no comercializables, así como permitir importaciones adicionales. Todos estos factores conducirán al deterioro de la balanza externa.

El reflejo de estas condiciones en el sistema bancario es un incremento de las malas deudas, como si los préstamos se hubieran hecho sobre la expectativa de tasas de inflación en aumento continuo y que ahora no pueden pagarse. El incremento de los cargos sobre sus reservas conduce a los bancos a reducir los préstamos.

Estos factores se pueden agravar si el aumento de las tasas de interés y las mejoras en la posición fiscal y la perspectiva de inflación atraen flujos de cartera. Los mayores flujos de capital pueden ejercer una mayor presión hacia el alza de la tasa de cambio, y pueden agravar más el problema de la balanza externa, aunque podrían atemperar el efecto negativo de las tasas de interés crecientes. La revaloración de la moneda dañará la competencia y la inversión interna, pero además, alentará las importaciones y el consumo. Por otra parte, si el banco central interviene para estabilizar la tasa de cambio, esto requerirá comprar activos externos y aumentar la masa monetaria. Si se ha llegado a un acuerdo

sobre suministro de dinero como parte de los programas de estabilización, ello puede colocar al gobierno o al banco central en la posición de tener que esterilizar los flujos de capital. Aparte del efecto en las tasas de interés y de la posibilidad de alentar flujos de capital adicionales, implica comprar activos externos cuya rentabilidad sea generalmente mucho más baja que las tasas que deben pagarse sobre los activos internos que se emiten para completar la esterilización. Esto crea un deterioro endógeno en las cuentas del gobierno, lo que aumenta la carga del interés y compensa las políticas para restringir los déficit del gobierno.

Una mejora a corto plazo demasiado rápida en la estabilidad interna en forma de reducción de la inflación y del déficit presupuestario del gobierno puede impedir el proceso de inversión a largo plazo como base para el ajuste de los productores nacionales con el fin de tener un mercado más abierto y competitivo. La balanza externa puede continuar deteriorándose constantemente, a causa de los flujos de capital atraídos por el éxito de la política de estabilización, mientras se lleva a cabo poco ajuste real. Parte de este ajuste debería estar haciendo crecer la inversión a costa de las importaciones y el consumo, pero se hace doblemente difícil debido a que éstas son subsidiadas por la tasa de cambio mejorada, y la inversión es castigada tanto por los costos del financiamiento como por la caída de la competitividad externa. Éste es más o menos el efecto tequila que se abatió sobre la economía mexicana en 1994. Aparte de sus otras consecuencias, alentó la nueva política de atraer los flujos de capital “que no crean deuda” como base para el desarrollo estable, puesta ya en duda en vista de que la crisis mexicana fue en varios aspectos idéntica a la de 1982, a pesar de la sustitución de préstamos sindicados por flujos de acciones privadas.

Desde este punto de vista es interesante notar que el factor que provocó la crisis final, el pago a los tenedores extranjeros de tesobonos, tenía una sorprendente similitud con las condiciones que precipitaron la primera crisis de deuda. A pesar de la extendida

mala información de la prensa financiera que señalaba que los tesobonos eran pasivos en dólares estadounidenses del gobierno mexicano, esto no era así. Es deuda del gobierno denominada en dólares, pero pagaderos en pesos a la tasa de cambio del mercado a su vencimiento. Por lo tanto, incluyen una opción con cargo extra equivalente al derecho de vender pesos por dólares a la tasa que prevalecía cuando fueron comprados los tesobonos, pero con las ganancias pagaderas en pesos. Esto significa que revierten parcialmente lo que iba a ser la principal ventaja de los flujos del mercado de acciones, al colocar la carga del riesgo de la tasa de cambio sobre el prestamista, eliminando el escaso incentivo para vender títulos con precios caídos. El incremento del costo recayó en el gobierno más que en el prestatario privado, como sucedió en el caso del préstamo sindicado denominado en dólares, aunque no fue un costo en dólares, sino en pesos. Así se compensó a los prestamistas por su riesgo en dinero por la característica de indización que le dio un valor en dólares garantizado en pesos. Si los prestamistas extranjeros compraron estos instrumentos, supuestamente estaban dispuestos a correr un riesgo mayor que las altas ganancias del peso compensaban.

Sin embargo, la indización no permitió garantizar que los pesos de hecho se pudieran convertir en dólares, ya que al principio de 1995 las reservas mexicanas eran insuficientes para permitir que todos los tenedores extranjeros de Tesobonos los cambiaran al mismo tiempo. No era un asunto de conversión a una tasa particular, sino que no se pudieron crear. Este fue el resultado extremo de la solución del libre mercado, que el financiamiento que no crea deuda supuestamente iba a proporcionar; el peso se depreciaría hasta que los prestamistas decidieran tener pesos en vez de venderlos. Sin embargo, la tasa era de cero, el último obstáculo.

Aquí, de nuevo, operó otro mecanismo reflejo. Mientras mayor fue la depreciación, más grandes fueron el ajuste del peso a los tesobonos, los costos de financiamiento del gobierno y la venta de pesos en el mercado de dólares. Para quien tenía pesos, parecía

mejor convertirlos lo más pronto posible, y en tales condiciones la lógica del mercado dictaba que el valor del peso se iría a cero.

Desde el punto de vista de los tenedores de tesobonos éste era un resultado justo, pues se les había compensado por su riesgo con ganancias más altas. Desafortunadamente le habían prestado a prestatarios cuyo margen de seguridad no era suficiente para contenerlo en una posición de financiamiento especulativo. México no era un prestatario *Ponzi*, simplemente fue incapaz de enfrentar el flujo de rescate con su reserva de capital en dólares.

Sin embargo, como en el caso de la crisis de 1982, ni siquiera se permitió una suspensión de pagos temporal en la forma de suspensión de convertibilidad temporal, y el gobierno se vio forzado a pedir prestadas las reservas de cambio extranjeras necesarias para cambiar los tesobonos de los tenedores en dólares. Una vez más, el inversionista externo fue compensado dos veces por un riesgo que de hecho no se presentó, y los préstamos externos habían conducido a una crisis de cambio y al colapso de la tasa de crecimiento.

Esto rápidamente condujo a revisar la posición de los flujos de capital en acciones, para hacer una clara distinción entre “cartera de capitales” o flujo de capital a corto plazo y las corrientes de inversión extranjera directa (IED) a largo plazo. A las inversiones foráneas de cartera se les clasificó como equivalentes a préstamos bancarios, y había que evitarlas. Los beneficios de los flujos que “no crean deuda” se restringieron a los de IED. Ya que éstos se consideraron permanentes, no podían crear crisis de mercados financieros. Esto se debe básicamente a que la IED se considera inversión interna en ladrillos y cemento, los cuales, una vez instalados, no pueden ser fácilmente repatriados. Por tanto representan una contribución permanente para los recursos de los países. La preferencia de la IED sobre otras formas de flujo de capital también se apoya en las referencias de Asia, las cuales han estado libres de los problemas experimentados por los países latinoamericanos.

Sin embargo, después de una repetición de la crisis de la deuda uno debería ser escéptico ante tales reclamos e intentar anticipar la inestabilidad resultante de confiar por completo en la IED como fuente de capital para desarrollo.

LOS FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y LA FRAGILIDAD E INESTABILIDAD FINANCIERA¹

Primero, nótese que las definiciones oficiales de IED subrayan el grado de control de dirección efectuado por un inversionista extranjero y que nada tienen que ver con la permanencia o la movilidad física de una inversión o con su volatilidad.² Estas definiciones pasan por alto la cada vez mayor facilidad con la que los inversionistas extranjeros obtienen y se deshacen del control de las compañías por medio de fusiones y adquisiciones en los mercados financieros. En la actualidad las compañías son productos que se comercian diariamente en los mercados para el control corporativo. No respetan ni la distinción geográfica ni la nacional o sus fronteras.

Pero aunque se redefiniera a la IED para que sólo incluyera las inversiones físicas de naturaleza casi permanente, no está claro que esto significaría que la IED afecta de distinta manera el flujo de capitales, el control sobre las tasas de cambio o los flujos de capital. La razón básica son las innovaciones en los mercados

¹ Esta sección se basa en Kregel [1997].

² El FMI [1993] define a la IED como “la categoría de inversión internacional que refleja el objetivo de obtener un interés perdurable por una entidad residente en una economía por una empresa residente en otra economía”. La definición de la OCDE [1992] de IED es: “la inversión que involucra una relación a largo plazo que refleja el interés perdurable de una entidad residente en una economía (inversionista directo) en una entidad residente en una economía distinta a la del inversionista. El propósito del inversionista directo es ejercer un grado significativo de influencia sobre la dirección de la empresa residente en el otro país.” Ambas definiciones adoptan la regla de la balanza de pagos de Estados Unidos que señala que un 10% de las acciones representa un interés y control perdurables.

financieros que han recorrido un largo camino para eliminar el concepto de inversión “permanente” en planta y equipo, de la misma manera en que han eliminado el concepto de “vencimiento” de una inversión financiera. Los compradores de *Consols* (títulos no amortizables del gobierno británico) o de títulos del gobierno de Estados Unidos a 30 años que se acostumbraba considerarlos permanentes o como inversionistas “compradores y tenedores”, como son las viudas y huérfanos proverbiales de la caridad pública, que compran activos como medios de ingreso. Pero, los magos financieros ahora pueden convertir bonos a 30 años para producir (un mínimo de) 61 bonos cupón cero con vencimientos que van de seis meses a 30 años. El comprador del bono puede invertir en algunos o en todos, o comprar o vender componentes para producir un instrumento con un sinnúmero de flujos de dinero y de posibles vencimientos. La compra de un instrumento financiero a “largo plazo” ya no representa una inversión a “largo plazo”, pues se puede convertir a cualquier plazo sin vender la inversión original. Los contratos de futuros y opciones proporcionan otras alternativas que permiten a los inversionistas retener la propiedad de activos con vencimiento a largo plazo, pero reducen la permanencia de la inversión y la exposición a los riesgos del mercado, como los cambios en las tasas de interés o de cambio. Los mercados de venta y de re-compra (repo), que se están desarrollando rápidamente, permiten que las posiciones de inversión sustanciales se mantengan con una mínima obligación de fondos propios. Ahora, si éste es el caso para la inversión en títulos estándar, el de la inversión extranjera y las inversiones directas no es muy diferente. Un inversionista puede seguir siendo el propietario de los ladrillos y el cemento sin quedarse con los riesgos del país extranjero, los riesgos de cambio, etc., que se asocian con su naturaleza “permanente” o inmóvil. Ciertamente, hoy en día la mayoría de los activos financieros que se consideran movibles de hecho nunca lo hacen, y se localizan en los depósitos centrales, o como cargas eléctricas en las computadoras. No hay razón para que la

planta y el equipo sean considerados de manera diferente debido a su inmovilidad geográfica.

Este punto ha sido reconocido en un estudio reciente del Banco Mundial, en el que se apunta que:

Debido a que los inversionistas directos tienen fábricas y otros activos que son imposibles de mover, a veces asumían que el flujo de inversión directa es más estable que otras formas de flujo de capital. Éste no necesariamente es el caso. Mientras que un inversionista directo generalmente posee algunos activos inamovibles, en principio no hay razón para que no puedan ser compensados por pasivos internos. Evidentemente, un inversionista directo puede pedir prestado con el fin de exportar capital, y generar, de este modo, rápidas salidas de capital. [S. Claessens, M. Dooley y A. Warner, p. 22.]

Ahora, generalmente se da el caso de que los métodos de que se dispone para prevenir los riesgos de cualquier inversión, incluyendo la IED, no llevan al inversionista a comprometerse con ningún cambio de moneda extranjera de manera directa o con una transacción en el mercado de capitales. Sin embargo, casi siempre requerirá que los intermediarios financieros que brindan protección contra los riesgos lo hagan en cualquier momento. Y esta cobertura, en general, será mayor cuando mayor sea la incertidumbre sobre la estabilidad de la tasa de cambio o las condiciones financieras internas. No siempre es el caso, ya que desde el momento en que es difícil encontrar un comprador final para la IED en ladrillos y cemento, inmediatamente las inversiones de este tipo no producirán los mismos flujos financieros que las inversiones de cartera cuando hay incertidumbre sobre las condiciones del mercado. Las empresas nacionales mantienen sus balances en su moneda interna, y las inversiones extranjeras representan riesgos en dinero igual que cualquier otro uso de los fondos de la compañía. Esto significa que serán cambiados de la misma manera. El que las inversiones se realicen en activos productivos reales no quiere decir que los riesgos de la moneda extranjera y los riesgos de fondeo deban ignorarse. En la medida en que se cubran los riesgos

se producirán flujos a través de las fronteras que presionarán sobre el mercado cambiario o sobre el mercado interno de dinero que podrían reforzar otros elementos desestabilizadores. Por cierto que este punto se trata de una manera ligeramente diferente en el citado estudio del Banco Mundial, en el que se apunta que “los flujos a largo plazo son a menudo tan volátiles como los flujos a corto plazo, y que el tiempo que toma un choque inesperado producido por un flujo que desaparece es similar a través de cualquier flujo” [*op. cit.*, p. 26]. El estudio concluye que en general es imposible diferenciar estadísticamente entre los flujos de cartera de capital y los de IED. Esto se debe en parte al amplio rango de instrumentos financieros que son incluidos implícitamente en la IED.

Otro aspecto de las IED que generalmente se pasa por alto concierne a los supuestos beneficios de la ausencia de intereses programados y de pagos del principal. Esto a menudo conduce a creer que no habrá que hacer pagos a los extranjeros y que no se drenarán las reservas cambiarias. Con todo, los inversionistas extranjeros directos no invierten sin la expectativa de que se les pagará con ganancias. Para un país en desarrollo, la IED no es un regalo incondicional, es una inversión hecha contra la expectativa de ganancias y de la eventual repatriación o recolocación de la inversión.

Desde el punto de vista del prestamista de fondos individual, los riesgos asociados con los préstamos sindicados soberanos son los más bajos, los riesgos de inversión de cartera son más altos, y los que se asocian con la IED son los más altos. Pero esto no se debe a que sean más permanentes, sino a que están menos estandarizados, y por lo tanto cuesta más cambiarlos. Pero también se debe a la poca información sobre los activos mismos, las dificultades que se asocian a operar en culturas extranjeras y al simple hecho señalado por Smith y Ricardo, de que los inversionistas prefieren mantener sus inversiones en casa, en donde pueden vigilarlas:

La experiencia, sin embargo, muestra que la inseguridad real o imaginaria del capital, cuando no está bajo el control inmediato de su propietario, junto con el deseo natural que el hombre tiene de no abandonar el país donde nació y sus contactos, y de no incorporarse con todos sus hábitos fijos a un gobierno extranjero y a nuevas leyes, va con la salida del capital. Estos sentimientos, que yo sentiría mucho ver debilitados, inducen a la mayoría de los propietarios a estar satisfechos con una baja tasa de ganancia en su propio país, en vez de buscar un empleo más ventajoso de su riquezas en naciones extranjeras. [Ricardo, pp.136-137.]

Por esto generalmente los premios de riesgo de los prestamistas que van con la IED serán los más altos en las varias formas alternativas de préstamo, y por ello los inversionistas esperarán ser compensados por esos riesgos tan altos. Simétricamente, esto implica que para un país en desarrollo la IED será el método absoluto más costoso para pedir prestado capital. Ciertamente, la mayoría de las compañías internacionales aplican tasas de ganancia galopantes, en el rango de 20-25% anual sobre periodos de recuperación relativamente cortos. Es paradójico que la IED se recomienda a los países en desarrollo como la forma menos riesgosa de financiamiento extranjero, cuando desde el punto de vista del prestamista extranjero se considera como la más riesgosa. Si este alto riesgo asociado con la IED se expresa en altas tasas de ganancias apropiadas para los prestamistas, y por lo tanto en altos costos de capital para los prestatarios, entonces una aproximación correcta para los países en desarrollo parecería ser pedir prestado en términos del costo del capital ajustado al riesgo. Como se vio, una de las causas de los dos episodios previos de inestabilidad financiera creada por la deuda fue el fracaso para evaluar de manera adecuada los premios del riesgo sobre el préstamo extranjero.

Esto nos lleva a otro aspecto de la IED que se ha pasado por alto y que se relaciona con los problemas del rango de activos incluidos en las mencionadas cuantificaciones de la IED. Las estadísticas disponibles señalan que en la mayoría de los países que se han beneficiado de la inversión extranjera, la mayor proporción de IED se forma de la reinversión de ganancias por las IED anteriores.

Como ya fue dicho, una de las razones básicas de por qué la IED se considera una forma más atractiva de financiamiento extranjero que, digamos, los préstamos bancarios, es que no produce un cargo fijo o inmediato sobre las reservas cambiarias. Las ganancias, sin embargo, representan un cargo sobre las reservas, ya que si en principio se les registra como flujos de cuenta corriente, después se compensan automáticamente por una entrada en la cuenta de capital como un flujo de IED.

En el caso de la banca, lo anterior equivaldría a capitalizar el interés sobre un préstamo, es decir a simplemente cambiar el cargo sobre las reservas cambiarias para pagar las ganancias sobre la inversión en el futuro. Mientras que el país receptor puede considerar estos flujos de ganancias de reinversión como el equivalente a inversiones directas, el inversionista extranjero puede considerar estos flujos como una ganancia retrasada sobre la inversión original. Como tal, no necesita invertirlas en una empresa productiva de ladrillos y cemento, sino que la subsidiaria de propiedad extranjera podría invertirlas en activos financieros internos con mucha liquidez como anticipación a la futura repatriación. Así, aunque se registran como flujos de IED, de hecho pueden adquirir la forma de inversiones de cartera a corto plazo tanto en los hechos como en las intenciones, lo que podría dificultar evaluar la condición real de la balanza de pagos de un país, ya que una acción así puede producir una gran cantidad de repatriaciones de las ganancias, creando trastornos en el mercado cambiario.

Las verdaderas condiciones de la balanza de pagos pueden complicarse más si los flujos de IED se usan para financiar inversiones en procesos productivos que requieran una gran cantidad de bienes de capital y semiterminados importados especializados para el ensamblaje y las ventas internas, principalmente al mercado interno. Mientras que estas importaciones pueden compensarse con la creación de exportaciones adicionales, o con la reexportación de los bienes ensamblados terminados, o por la reinversión

de ganancias registradas, pueden dar lugar a un flujo neto sobre las reservas ya que la porción de los flujos de IED creados por las ganancias reinvertidas no necesariamente representa los flujos de dinero externo. Por ejemplo, los flujos del extranjero registrados pueden usarse para enfrentar las demandas de los inversionistas extranjeros, mientras que las importaciones siempre darán lugar a demandas sobre las reservas de moneda extranjera. Esto sugiere que la evaluación propia del efecto de la IED dependerá crucialmente de factores tales como la proporción de las ganancias reinvertidas en flujos de IED actuales, el destino de esas ganancias, la proporción de las importaciones en IED, y la proporción de exportaciones en la producción de los socios extranjeros.

Por ejemplo, si un flujo de IED genera una cantidad equivalente de bienes de capital importados, entonces la contribución neta de moneda extranjera de IED es cero. Si el producto del nuevo socio se vende totalmente en el mercado interno, entonces las ganancias anuales representan un cargo anual en moneda extranjera que se acumula a medida en que las ganancias se reinvierten. Por otra parte, si el flujo de IED no genera importaciones adicionales, entonces ésta representa una contribución neta de moneda extranjera. Si, además, el producto del socio se exporta en su totalidad y el contenido de importaciones de las exportaciones es cero, las ganancias se “financian solas” desde el punto de vista de la moneda extranjera y habrá un excedente igual al valor agregado interno. El efecto de la IED en la estabilidad de la tasa de cambio dependerá, entonces, de que los flujos reales caigan en uno u otro de dos extremos.³

³ También hay un número de efectos secundarios que podrían ser importantes, como el contenido de los crecientes gastos, debido a los crecientes ingresos internos generados por el flujo de IED; el grado de sustitución de importaciones que pueden resultar de las ventas internas del socio extranjero; el contenido de importaciones de las exportaciones, y el uso que se hace de cualquier contribución neta de las ganancias de la IED a las reservas cambiarias en moneda extranjera; por ejemplo, si son invertidas por las autoridades financieras y a qué tasas relativas a las ganancias de la IED, o si son usadas para financiar los desequilibrios de cuenta corriente.

LA IED Y LA FRAGILIDAD FINANCIERA DE LA CUENTA EXTERNA

Las mayores dificultades se relacionarán con la reinversión de los flujos de dinero de las operaciones (que representarán no sólo las ganancias de las cuentas, sino también las cuotas de depreciación devengadas) de IED ya que se estarán acumulando a tasas compuestas con el tiempo. A una tasa de ganancia compuesta anual de 10%, el valor de la inversión se duplica en poco más de siete años; a 15% se duplica en cinco años y a 25% se duplica en tan sólo tres años. Pensemos en un país con una importante tasa de crecimiento de 10% anual y un flujo de IED neto inicial de 10% del ingreso nacional. Si la IED de hecho obtiene el 25% anual⁴ esperado después de 18 años, se encontrará con un capital acumulado de IED que representa los reclamos iguales a su ingreso nacional. A una tasa de ganancia externa de 20% anual en vez de 25%, que ocurre alrededor de cada 26 años, si la tasa de crecimiento del país es de 7.5% en vez de 10% y las ganancias son de 25%, disminuye a 15 años. Y esto sucede sin ninguna IED adicional, excepto la reinversión de las ganancias del capital original. Ahora pensemos en un país en el que la IED neta anual permanezca al 10% del PIB, aumentando al mismo ritmo que éste, el capital de la IED acumulado ahora alcanza el 100% del PIB en alrededor de diez años. Para el final de este periodo los reclamos del exterior sobre las reservas de moneda solamente por ganancias anuales serían igual al 25% del PIB.⁵

⁴ Como medio de comparación, el promedio de las tasas de ganancia anuales informadas por las compañías transnacionales de Estados Unidos de inversión extranjera directa en el sur, este y sureste de Asia y la región del Pacífico para el periodo 1980-1993, dio un promedio de 27%, con una desviación estándar de 7.6%. En la producción manufacturera la ganancia fue de 20.8%, con una desviación estándar de 3.9%, y en servicios 21.7%, con una desviación estándar de 4.3%. Las ganancias para la IED en África fueron de 22.5% (una desviación estándar de 8.9%). Para todos los países en desarrollo el promedio anual de ganancia realizada fue de 16.8% (3.4% de desviación estándar). Véase *World Investment Report*, 1995, p. 94.

⁵ Esta tasa de acumulación de la IED es equivalente al aumento anual en el capital de la IED en Malasia entre 1983 y 1994.

En tales condiciones considérese el efecto que tendría el que los inversionistas extranjeros decidieran reducir la exposición del país cuando el promedio de capital de la IED en relación con el PIB alcanzara 100% mediante la repatriación de 50% de los flujos de ganancias anuales. Sin que hubiera necesidad de que los inversionistas liquidaran sus acciones, esto significaría que sería necesario destinar el 12.5% del PIB al servicio de la IED acumulada. En el caso extremo mencionado arriba, con 100% de contenido de importaciones de IED y 100% de ventas internas (o 100% del contenido importado de las exportaciones) significaría que el país requeriría de ganancias adicionales anuales sobre las exportaciones de 12.5% del PIB para la repatriación de las ganancias, sin importar el nivel de las importaciones en ese momento. También significaría que el excedente de las exportaciones tendría que extenderse más rápidamente que la tasa de crecimiento interna si se quisiera evitar una crisis cambiaria. Esto es evidentemente insostenible, tanto en términos de las aportaciones, como de las tasas. Las aportaciones y las tasas de crecimiento en el excedente de exportaciones que se requerirían para sostener siquiera un 25% en promedio de repatriación de ganancias sería insostenible a menos que el país representara un caso intermedio entre los dos extremos señalados, y que la red de contribución neta de la inversión de IED a las exportaciones fuera equivalente a la repatriación de las ganancias.

Además de la inestabilidad latente que tal estructuración de la IED proveniente de las ganancias reinvertidas podría crear en los mercados cambiarios, ahora considérese un país que ha equilibrado sus cuentas externas y que coloca el supuesto flujo de IED en forma de déficit de cuenta corriente. Habrá una inestabilidad estructural inherente en el sistema. Cualquier evento interno o internacional que lleve a que los inversionistas extranjeros detengan o reduzcan sus niveles de flujos de IED será suficiente para provocar una crisis cambiaria. No necesita haber flujos de capital mediante la venta y la expatriación de capital invertido en ladrillos

y cemento. Tal como ocurren las complicaciones de los bancos modernos, no porque los depositantes retiren sus fondos, sino porque los prestamistas se niegan a renovar sus préstamos al banco, un país en desarrollo que se ha ajustado a la permanencia de flujos de IED estará cada vez más expuesto a crisis debido a las interrupciones de las oportunidades para aquellos flujos, lo cual es completamente independiente del uso que se dé a la moneda extranjera procedente de estos flujos.

Éstos son los ejemplos de la clase de efectos estructurales que la confianza excesiva en los flujos de IED pueden ocasionar sobre los flujos de pago de la economía en condiciones extremas, y subrayan el potencial de que los flujos de IED que se basan en fuertes reinversiones de las ganancias se conviertan en el equivalente de un esquema de inversión *Ponzi*. La inestabilidad estructural que surge es independiente de cualquier otra a corto plazo de los flujos de IED debido a las innovaciones financieras mencionadas y aumentarían aunque la IED se coloque en inversiones que tradicionalmente se consideran permanentes. A menos que los flujos de IED sean en verdad permanentes, en el sentido de que no se repatrien ni las ganancias ni el capital principal, mientras más éxito tenga un país para atraer IED y mientras más éxito tenga esa IED en términos de generación de ganancias, mayor será el riesgo de que produzca fragilidad en la posición de la cuenta corriente del país y, por tanto, en la tasa de cambio. Ambos factores aumentarán el riesgo cambiario de la IED y conducirá a la probabilidad cada vez mayor de la repatriación o de la cobertura por medio del mercado cambiario. Si el éxito también aumenta los ingresos internos y los costos, reduciendo de este modo las tasas de ganancia ofrecidas a los inversionistas extranjeros, reducirá el tamaño de los flujos de reinversión de la IED y le restarán presión a la cuenta corriente, pero también conducirá a que sea más atractivo cambiar las inversiones a otros lugares y, por lo tanto, conducirá a que haya mayores probabilidades de cambios en el capital invertido.

CONCLUSIONES

Parece no haber razón para creer que la confianza en los flujos de IED, más que otras formas de flujos de capital, reducirán la probabilidad de la fragilidad financiera que conduce a la inestabilidad financiera en los países en desarrollo que confían en el capital extranjero para desarrollarse. La única manera de evitar consecuencias así es confiar en la acumulación interna de capital. Esto no es imposible, pero significa que cualquier proceso para alcanzar a los países desarrollados se retrasará. Dados los estándares de consumo global y de los mercados de capital global, ello parece doblemente difícil. Esto nos lleva a la conclusión de que los países en desarrollo, al igual que las empresas privadas, deben tener cuidado con la confianza que ponen en el financiamiento externo. Igual que una empresa privada nunca sería indiferente en cuanto a su apalancamiento financiero, ningún país en desarrollo que quiera involucrarse en el proceso estable de la expansión de ingresos reales puede ser indiferente a la cantidad de financiamiento que acepta de fuentes externas, sin importar cuáles sean éstas. Esto sugiere que el error principal en la estrategia de desarrollo actual es aceptar que la cantidad apropiada de préstamo del extranjero se puede determinar por mercados de capital internacionales libres y competitivos. Nada, ni en la historia ni en la teoría, sugiere que esto podría ser el caso.

Traducción del inglés de *Alejandra Arroyo M. Sotomayor*

BIBLIOGRAFÍA

- Claessens, S., M. Dooley y A. Warner, *World Bank Discussion Paper*, núm. 228, Washington.
- Graham, Benjamin y David L. Dodd, *Security Analysis*, Nueva York, Whittlesey House, McGraw-Hill Book Company, 1934.

IMF Balance of Payments Manual, 5ª ed., Washington, 1993.

Kregel, J.A., “Algunos riesgos e implicaciones de la globalización financiera para la autonomía de la política nacional”, *UNCTAD Review*, 1996, Ginebra, 1997.

Minsky, H.P., *John Maynard Keynes*, Nueva York , Columbia University Press, 1975.

OECD Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, París, 1992.

Ricardo, David, *On the Principles of Political Economy and Taxation*, Sraffa edition, Cambridge, Cambridge University Press.

Soros, George, *The Alchemy of Finance*, Nueva York, Simon and Schuster, 1987.

Steindl, Josef, *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford, Blackwell, 1952.

UNCTAD, *Trade and Development Report*, Nueva York y Ginebra, 1994.

——, *World Investment Report*, Ginebra, 1995.

RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y CRISIS FINANCIERA

Theotonio Dos Santos

DIFICULTADES Y POSIBILIDADES

El Fondo Monetario Internacional, el Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas, el Banco Mundial o el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y otros centros de análisis de la coyuntura económica internacional confirman la presencia de una tendencia que también han estado comprobando en todos los estudios recientes de economía internacional: parece que la economía mundial ingresa a un nuevo periodo de crecimiento relativamente largo. Estos datos confirman las previsiones basadas en los ciclos largos de Kondratiev, cuya relevancia fue recuperada en el decenio de los setenta.

Varios autores, entre los cuales me inscribo, hemos buscado demostrar que en 1967-1973 se inició una fase B (periodo dominado por tasas de crecimiento a la baja y recesión) de los ciclos largos de 50 a 60 años. Según estos ciclos planteados por Kondratiev estaríamos finalizando ahora el quinto ciclo que se inició en 1942-1947.

De 1942-1947 hasta 1967-1973 la economía internacional presentó resultados extremadamente positivos, con largas fases de crecimiento, pocas recesiones y cortas crisis económicas. Con todo, desde 1967 la crisis del dólar se agravó, los índices de crecimiento bajaron y se sucedieron las recesiones y sobre todo las depresiones económicas de 1973-1975, 1979-1982, y 1990-1993.

La recuperación del crecimiento en 1994 parece con todo supe-

rar esta fase negativa. El aumento de los índices de crecimiento, a pesar de ser modestos en Estados Unidos, Europa y Japón, ha estado acompañado por tendencias deflacionarias evidentes (ya no encontramos inflaciones de tres dígitos en ninguna parte del mundo y en los países desarrollados las tasas inflacionarias han bajado al 5%). Al mismo tiempo, estamos frente al irreversible descenso de las tasas de interés.

La “serpiente monetaria” iniciada en 1973 con la libre oscilación de las monedas, debida a la desvinculación del dólar en relación con el oro, provocó una permanente inestabilidad cambiaria y una enorme especulación monetaria. A partir del ajuste del dólar con relación al yen y al marco, en 1995, podemos esperar una relativa estabilización de los mercados de divisas. Las desigualdades cambiarias y las consecuentes crisis monetarias parecen estar llegando muy pronto a una fase de estabilización. Al mismo tiempo los déficit públicos, aún altos, comienzan, con todo, a ser controlados.

Restan, sin embargo, graves cuestiones que hacen dudar sobre la salud y el aliento de la recuperación económica internacional. Una de ellas es la persistencia de la crisis en el sector financiero, y la otra es la permanencia de las tasas de desempleo que incluso presenta índices positivos de crecimiento. La crisis del sector financiero es una consecuencia del saneamiento de una enfermedad típica de las fases depresivas de los ciclos largos: la especulación financiera. La enorme burbuja financiera que creció en las décadas de los años setenta y ochenta se rompió entre 1987 y 1990, sin que todavía se detenga la desinflación.

LA CRISIS FINANCIERA

Las crisis del sector productivo, como la iniciada en 1967, introducen la especulación financiera. Ésta aparece como una alternativa para mantener y crear altos rendimientos en una coyuntura depre-

siva. En su origen, la especulación financiera es una consecuencia de la falta de inversión productiva lucrativa. Con la tendencia a la caída de la tasa de ganancia aparecen numerosos mecanismos de transferencia de rentas del sector productivo al sector financiero. Las empresas entran en un proceso de desfinanciamiento a favor del sector financiero. La competencia se acrecienta. Ésta es la historia de los decenios setenta y ochenta. Un periodo de violentas confrontaciones entre capital y trabajo; entre grandes, medianas y pequeñas empresas; entre capitales locales nacionales y capitales internacionalizados; entre ramas industriales tecnológicamente decadentes y nuevas ramas que se basan en un nuevo paradigma tecnológico.

Este periodo tiene las características de lo que Schumpeter llamó “destrucción creativa”. El capital financiero es el intermediario de este proceso y el Estado es el agente principal de la transferencia de rentas. Los instrumentos básicos utilizados por el Estado ejercen fuerte presión sobre los sectores sociales en lucha por la vía de cortar ciertos gastos públicos mientras que otros aumentan, la política de subsidios directos e indirectos, un monitoreo de las normas de regulación de los negocios en general, y sobre todo, creando un sustancial incremento del déficit público y con ello el aumento del financiamiento de la deuda pública y de su remuneración.

En el segundo y último informe semestral del FMI se señalaba que “el gasto de los gobiernos de los países industrializados pasó de una media del 28% en 1960 al 50% en 1994, año en que éste llegó al 69% del PIB en Suecia y cerca del 55% en Bélgica, Francia, Holanda y Noruega”.¹ Este crecimiento del gasto público se dio “por vía, principalmente, de transferencias (incluyendo pensiones públicas), subsidios y pago de intereses, no invertidos en educación”. Se ha formado un enorme mercado financiero alimentado por la negociación de las deudas públicas y por el apalancamiento

¹ Véase *Gaceta Mercantil*, 18 de abril de 1996.

que se logra ampliar en el entorno de la desregulación creciente del mismo. Para sustentar dicho “apalancamiento”, éste se encuentra respaldado en activos reales, lo que provoca un aumento artificial de los precios de los inmuebles y otros activos fijos, las rentas y los salarios de ejecutivos y los costos de otros valores, como las monedas fuertes, sobre todo el dólar. Es claro que la crisis de esta especulación se caracteriza también por la caída en los valores de todos estos activos.

Es imposible entender el gigantesco crecimiento del sector financiero sin comprender el papel fundamental del crecimiento del déficit fiscal y de la deuda pública. De 1970 a 1992, el pago de intereses de la deuda pública se triplicó, según el mismo informe del FMI. Las transferencias y subsidios en los países industrializados crecieron del 8% del PIB en 1960 al 21% en 1992.

Si es verdad que el sector financiero internacional se alimentó de la desvalorización del dólar y de la crisis monetaria, ello no se puede explicar sin el costo de la guerra de Vietnam, que dio origen a un déficit público en Estados Unidos y aumentó la crisis del dólar.

Es verdad que el sector financiero se alimentó de la recirculación de los petrodólares, que crearon enormes deudas con los bancos privados encargados de recircular los excedentes monetarios de los países árabes. Pero también lo es que tales movimientos no hubieran podido llevarse a cabo sin el endeudamiento de los Estados nacionales de los países en desarrollo, que asumieron deudas la mayor parte de las veces innecesarias para “aprovechar” el aumento de la liquidez internacional y los consecuentes bajos intereses.

Pero el gran salto de la burbuja financiera se dio en los años ochenta, con el liderazgo de Reagan y Thatcher. Aquélla se alimentó del gigantesco déficit fiscal estadounidense que pasó de cerca de 50 000 millones de dólares a 300 000 millones de dólares anuales. El enorme aparato de intermediación creado para la venta de bonos estatales emitidos para financiar esta deuda y las altísimas tasas de interés pagadas por el Estado alimentaron Wall

Street y crearon una nueva generación de *yuppies*. Al mismo tiempo, la desregulación de este enorme sector financiero permitió que se aprovechara esta euforia financiera para lanzar al mercado títulos sin ningún respaldo y que se presentara más tarde una insolvencia inevitable de sus emisores. Lo que ocurrió principalmente al finalizar el decenio de los ochenta.

La combinación de déficit fiscal, que en sí mismo aumenta el consumo estadounidense, con déficit comercial (que llegó a ser de 300 000 millones de dólares), permitió que los grandes exportadores para los Estados Unidos (sobre todo Japón y Alemania) utilizaran esos dólares, obtenidos de enormes superávit comerciales, para comprar los títulos de deuda pública estadounidense que pagaban altas tasas de interés. Surgió así, en la década de los años ochenta, el imperio financiero japonés y el creciente poder del marco alemán que financia la integración europea.

Los tigres asiáticos también participaron de esta coyuntura favorable, puesto que no acumularon importantes deudas públicas, en tanto que los países deudores, que captaron dinero barato en el decenio de los setenta, pasaron a crear enormes superávit comerciales para pagar los intereses de su deuda externa. Este fue el caso de Brasil. Los enormes superávit comerciales no generaban entrada de divisas puesto que éstas se utilizaban para pagar los intereses de la deuda externa. Esos superávit se financiaron con una explosiva deuda pública interna que condujo a estos países a la hiperinflación y a los problemas financieros subsiguientes.

En el sistema financiero brasileño se exacerbó la tendencia mundial a abandonar las actividades de préstamo y financiamiento a los clientes para convertirse en captador de recursos de la población con el objetivo de comprar títulos públicos a altísimos intereses y con rotación diaria o máximo trimestral.

Era más que evidente que este enorme volumen internacional de negocios sustentados en las deudas públicas tenía por lo menos dos límites: la capacidad de endeudamiento de los estados y el peso del pago de los intereses dentro del gasto público. El primer

límite obligaría a cortar indefinidamente los gastos públicos no financieros, y el segundo a disminuir las tasas de interés a mediano y largo plazos, con la pena de hacer totalmente inviable el funcionamiento del Estado. La reacción vino en la década de los años noventa; como consecuencia del *crack* de 1987 y la depresión de 1990-1993 Estados Unidos se vio obligado a disminuir la tasa de interés que atraía capitales externos para financiar su deuda pública, e inició una disminución del déficit público cortando sobre todo los gastos militares. Tuvo además que desvalorizar drásticamente el dólar para aumentar sus exportaciones, así como proteger sus industrias y su agricultura en plena decadencia. En esta nueva coyuntura hubo que frenar la burbuja financiera; las quiebras llegaron, los *yuppies* perdieron. En el momento actual las políticas de crecimiento sustituyen la anarquía financiera.

EL DESEMPLEO ESTRUCTURAL

El segundo obstáculo para la plena recuperación del crecimiento económico mundial sostenible y de largo plazo es el desempleo. Se puede decir que el fantasma que recorre el mundo en este fin de milenio es la amenaza del desempleo creciente, igual en periodos de crecimiento económico.

Es necesario recordar que estamos en plena reestructuración productiva de la economía mundial. Esta reestructuración sustituye al paradigma tecnológico basado en la producción masiva de bienes de consumo, en la producción industrial de máquinas y productos de consumo duradero hechos de acero y otros metales básicos, y otras características de una producción en escala creciente y profundamente concentradora. No obstante, en el decenio de los setenta las industrias siderúrgicas estadounidenses y europeas redujeron a menos de un tercio su producción y la industria del carbón prácticamente cerró. Enormes ramas industriales se reubicaron hacia las nuevas regiones del mundo.

Como resultado de estas reubicaciones, ocurrieron cambios fundamentales en la composición de la mano de obra mundial. Estados Unidos disminuyó drásticamente la mano de obra industrial en las décadas de los setenta, ochenta y noventa. En Japón la disminución comenzó en la segunda mitad de los ochenta. En Alemania el desempleo industrial avanza en la década de los noventa. En los países asiáticos y en las economías de industrialización reciente, en general, la mano de obra obrera creció significativamente en el decenio de los setenta y parte de los ochenta. Pero, a partir de la segunda mitad de este último decenio se estabilizó y comenzó, incluso, a disminuir en algunos de estos países.

Vemos, por tanto, que en vez de un aumento del desempleo en general hay primeramente una fuerte reubicación de empleo (del agrícola al industrial, iniciado a principios de siglo; de la industria a los servicios, a partir de los años cincuenta; acelerándose más a partir de la década de los ochenta con la robotización). Este aumento enorme de la productividad agrícola e industrial generó excedentes suficientes para sustentar un creciente sector de servicios, junto con un enorme aparato de investigación y desarrollo, lo que a su vez aumentó la capacidad de innovación del sistema económico y, en consecuencia, aún más la productividad.

Al eliminar los sectores económicos obsoletos, la crisis, que desde 1967 se prolonga hasta el presente, abrió el camino para que en los decenios de los ochenta y los noventa las inversiones volvieran a sucederse en las economías locales o nacionales más dinámicas. Estas nuevas inversiones se dirigen a las estructuras industriales más modernas y absorben gran parte del avance tecnológico acumulado en los decenios anteriores, como es el caso de la robotización, que a pesar de haberse anunciado desde los años sesenta, no se concretó sino hasta los ochenta, cuando estalló la utilización de robots en Japón, acompañado por Estados Unidos y Europa.

Sin embargo, la pregunta se mantiene: ¿por qué el aumento del

desempleo estructural no ha sido acompañado de nuevos empleos en el sector servicios y se acrecienta la exclusión social en el periodo actual?

Primero, porque las nuevas inversiones provocan enormes reducciones de mano de obra industrial en una fase en la que habían disminuido las inversiones en los nuevos servicios ligados a las innovaciones tecnológicas. En muchos países estas inversiones no se realizaron debido a deficiencias socioeconómicas y culturales o a la falta de control del excedente económico por los agentes sociales favorables a los avances del conocimiento científico y tecnológico.

Segundo, porque los recursos para las nuevas investigaciones en la economía del conocimiento y de la información, ligada a la revolución científico-tecnológica (innovación y desarrollo, educación, medio ambiente, cultura, ocio, informática, etc.), estaban comprometidos en otras actividades, como los gastos para preservar la hegemonía geopolítica, en Estados Unidos, particularmente los gastos militares, la especulación financiera, el aumento en la deuda pública, el pago de intereses de esa deuda, etc. Sobre todo, los servicios financieros crecieron de manera desproporcionada en el decenio de los ochenta y entraron en grandes crisis solamente al finalizar esa misma década y al inicio de los años noventa, generando desempleo incluso en el estrato de altos salarios.

En tercer lugar, el desempleo aumenta porque la estructura ocupacional y las relaciones sociales de producción no acompañaron los cambios en el sistema productivo y el aumento en la productividad no se distribuyó igualmente entre los distintos agentes sociales. Es evidente que un crecimiento tan enorme de la productividad tendría que ser acompañado por aumentos salariales o por una disminución en la jornada de trabajo. Ninguno de los dos fenómenos ocurrió. ¿Por qué? Porque en los años de la crisis, setenta y ochenta, se debilitaron enormemente el movimiento sindical y los movimientos socialistas en general. Es preciso considerar el efecto diferenciado del desempleo en los países en

donde el poder de negociación de los sindicatos es mayor o menor, así como el de las demás fuerzas sociopolíticas.

Como vimos, la coyuntura recesiva mundial está en proceso de cambio y de ser sustituida por un clima general de crecimiento económico. Por ello, la estructura institucional tendrá que adaptarse a la nueva coyuntura.

El principal cambio positivo que deberá ocurrir en los países centrales es una disminución en la jornada de trabajo que, por cierto, ya se encuentra en curso. Ello permitirá transferir las ganancias de productividad actuales a la masa de los trabajadores asalariados, aumentando de manera significativa el número de empleos.

La Volkswagen, la Volvo y otras empresas automovilísticas ya iniciaron la disminución de la jornada de trabajo a 32 horas semanales. En Francia, sindicatos patronales y trabajadores firmaron en octubre de 1995 un “Acuerdo Nacional Interprofesional sobre el Empleo” que inició las negociaciones de reducción de la jornada de trabajo por ramas de producción y pretenden elevar la creación de empleos de 300 000 a 900 000 plazas en dos años. En Japón y en Asia se hacen ya claros esfuerzos en el mismo sentido, a pesar de que se parte de jornadas de trabajo más largas. La disminución de la jornada de trabajo en escala mundial, sobre todo en las economías de industrialización reciente, ciertamente ocurrirá como en los años veinte y treinta. En esa época, bajo la presión de los acuerdos de Viena, en la OIT, encabezada por los países que ya la habían adoptado, se exigió y logró difundir la jornada de 48 horas en todo el mundo.

La actual campaña contra el “*dumping* social” es solamente el comienzo de un movimiento en este sentido. Las nuevas sociedades subdesarrolladas tendrán que incorporar una nueva regulación en materia de derechos humanos, protección al trabajo, jornadas más cortas, mejores salarios, etc. De qué manera se compatibilizarán estas exigencias en tales sociedades con un aumento más acentuado del desempleo, el subempleo y la exclusión social, es un tema

que deberá examinarse. Sobre todo, por qué la falta de inversión en educación, ciencia y tecnología, cultura, ocio e informática que son los sectores generadores de empleo del nuevo paradigma tecnológico.

La mayoría de las nuevas economías industrializadas tienen también la posibilidad de disminuir el efecto del desempleo al reforzar la creación de ocupaciones “sociales” para una enorme masa de trabajadores desocupados y sin perspectivas. La reforma agraria es, por ejemplo, un camino para ampliar el mínimo de empleos.

Las actividades agroindustriales para la producción de energía renovable basada en la biomasa (como el programa original de Proalcohol en Brasil) pueden ser un cambio significativo para la generación de empleos. El sector informal, así como las micro, pequeñas y medianas industrias, pueden generar importantes montos de ocupación.

No se debe, sin embargo, alimentar la ilusión de que esas “soluciones” son definitivas y que ellas pueden ser el centro de una estrategia de creación de puestos de trabajo. El empleo altamente calificado es la solución más completa y definitiva porque está asociado con el avance social de los países. Como vimos, la información, el conocimiento, el ocio y la educación son los mejores generadores de empleo del mundo contemporáneo. La salud, los cuidados personales a los niños, a los viejos, a los discapacitados y a los socialmente carentes así como las políticas sociales en general son otras fuentes modernas y avanzadas de empleo.

Existen otras aparentes “soluciones” que tienen, sin embargo, consecuencias perversas. La principal de estas propuestas es la de disminuir los costos sociales del empleo. Entre los países socialmente más avanzados como Alemania, así como entre los países socialmente atrasados como Brasil, se suceden las tentativas de reducir las conquistas sociales de los trabajadores. El razonamiento es sencillo: esta reducción aumenta la ganancia y estimula la inversión y por tanto genera empleo.

Como vimos, este razonamiento es totalmente falso en la actual coyuntura. Las inversiones se orientan a los sectores de alta innovación tecnológica, donde el empleo industrial disminuye pero aumentan los empleos en investigación y desarrollo, educación, capacitación, administración, diseño, ocio, cultura, etc. Ahora bien, entre estos sectores la tendencia es hacia los salarios más altos y trabajadores educados que dispongan de mayor capacidad para defender sus derechos sociales y alcanzar jornadas de trabajo más cortas y flexibles. El mundo de los bajos costos salariales, las jornadas de trabajo largas, etc., tiende a generar cada vez menos empleo y se tiende a transferir estas actividades a los países socialmente más atrasados, hacia los cuales también se tiende a exportar las tecnologías más contaminantes. Los que adopten esta filosofía están condenados a reforzar el atraso y a generar poco empleo, al aumentar sus masas de desempleo, marginalidad y trabajadores informales.

LA RECUPERACIÓN DEL CRECIMIENTO

Vimos que la tendencia a la recuperación del crecimiento económico internacional deberá seguir a pesar de que la crisis financiera y el desempleo limitan seriamente su amplitud y alcance.

Si analizamos el panorama económico mundial podemos distinguir un conjunto de países que presentan altísimas tasas de crecimiento del PIB, como China (10.2%), Indonesia (8.1%), Malasia (8.8%), Singapur (10.7%), Tailandia (8.5%), Israel (7%), Polonia (7%), todos ellos de desarrollo medio, economías de industrialización reciente asociadas al *boom* económico del Sureste Asiático y de la Cuenca del Pacífico (con la excepción de Israel y Polonia), regiones donde encontramos también los casos de Corea del Sur (6.8%), Taiwan (5.3%), Hong Kong (3.2%) y Filipinas (5.7%). Si ampliamos nuestra visión geográfica asiática encontramos éxitos similares en India (4.7%) y Turquía (6.4%), importantes potencias

industriales emergentes. Con un comportamiento menos espectacular, algunos países de Europa oriental y de las regiones menos desarrolladas de este continente presentan también cifras de crecimiento positivo del PIB. En América Latina encontramos solamente dos casos: Chile (9.6% en el último trimestre de 1995) y Colombia (4.4% en 1994). Entre los países más desarrollados las tasas de crecimiento del PIB son de alrededor del 2 o 3%, con algunas excepciones a la baja y al alza.

En este cuadro de recuperación económica mundial resaltan algunas excepciones impresionantes, como Rusia (-4%), México (-1%), Venezuela (-3.3%), Argentina (-7.7%) y Brasil (-2.1% en el primer trimestre de 1996). Es interesante notar que estas naciones presentan también las más altas tasas de crecimiento de precios al consumidor. En cuanto a los demás países (excepto Turquía, con 80.8%), se presentan descensos en las tasas de inflación. Rusia (68.3%), Brasil (18.2%), México (36.9%), Venezuela (85.8%), presentan también altas tasas de inflación y solamente Argentina la mantiene próxima a cero, al fijar por ley el valor del peso con relación al dólar.

¿Cómo es posible una desigualdad tan grande? La respuesta es que los países desarrollados con estructuras e infraestructuras montadas hace años encuentran limitaciones para sus inversiones; las tasas de rentabilidad y de intereses son muy bajas y, a pesar de que se presentan también enormes masas de inversión, éstas no atraen los enormes acervos de capital que abandonaron el mercado financiero en quiebra desde 1987 (prolongando su auge hasta 1989 mediante la intervención de los bancos centrales). Sin embargo, la consecuente recuperación del mercado accionario, sobre todo estadounidense, no es suficiente para cambiar estas tendencias.

Es fácil entender cómo los países que mantuvieron altas tasas de crecimiento en inversión, infraestructura, desarrollo industrial y agroindustrial, turismo y otros servicios, como la República Popular China, los tigres asiáticos y los nuevos tigres, pudieron

absorber enormes masas de inversión directa a bajo precio y con mayores exigencias. A pesar de que su programa de inversión está basado sobre todo en sus economías internas, básicamente estatales, estos países atraen masas de capital internacional realmente espectaculares para la inversión directa. Algunas de ellas (como Corea del Sur y Chile) incluso han establecido severos límites a la entrada de capital especulativo (*hot money*).

Cualquiera que lea con atención el libro recientemente traducido de Giovanni Arrighi, *El largo siglo XX*, verá en los hechos un ejemplo en sí de la tesis (inspirada en Fernand Braudel) de que los nuevos ciclos sistémicos de acumulación mundial se caracterizan por las grandes transferencias de capital financiero de las antiguas zonas hegemónicas hacia las emergentes. Esto se explica por la caída de las oportunidades de inversión lucrativa en los mismos sectores que generaron el auge de estas zonas, en tanto que surgen nuevas oportunidades de inversión en áreas semiperiféricas o próximas al centro hegemónico, mas no partícipes del mismo. Arrighi nos muestra estos fenómenos que ocurren a partir de la formación de excedentes financieros de las ciudades-Estado del Adriático y del centro de Europa en los siglos XIV y XV, cuando el grupo genovés descoloca sus excedentes financieros para financiar la expansión territorial ibérica en los siglos XVI y XVII (particularmente el Imperio español). Holanda absorbió en los siglos XVII y XVIII gran parte de la riqueza acumulada por los Borgia después de ser robada directamente de los barcos españoles. Aquella transferirá gran parte de su acumulación de capital para financiar el ascenso de la Inglaterra industrial. Asimismo Inglaterra fue una de las financiadoras de la espectacular expansión estadounidense a finales del siglo XIX y principios del XX, y el déficit comercial estadounidense es uno de los financiadores del superávit financiero japonés.

Brasil está perdiendo una gran oportunidad histórica. En pocos meses ha atraído algunas decenas de miles de millones de dólares internacionales para su economía, pero se trata de *hot money*, capital

especulativo como el que entró a México y a Argentina, sus compañeros de recesión económica a principios del decenio. China tiene una política de subvaluación cambiaria y bajas tasas de interés, así como de fuertes inversiones estatales. En consecuencia, protege sus exportaciones, fortalece la formación de la mano de obra y su capacidad de gestión del desarrollo; así desvía el capital especulativo. Sin embargo, recibe gran parte de los excedentes financieros de Japón y del resto del mundo (particularmente de la emigración china internacional). Brasil se deja seducir por las facilidades de importación de capital financiero a altas tasas de interés. En consecuencia inviabiliza sus actividades productivas, reduce su Estado a la impotencia total con los recortes a los gastos de inversión y social para pagar unos altos e injustificables intereses con el objetivo de alcanzar un presupuesto operativo superavitario desde hace ya varios años, superávit que se ha utilizado para pagar altos intereses en nombre única y exclusivamente de contener el consumo y de atraer capitales internacionales.

No es difícil entender, así, por qué Brasil está entre los países con mayor índice inflacionario en un mundo en deflación y entre los que presentan los índices de crecimiento más negativos de un mundo en recuperación económica.

LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y LOS MOVIMIENTOS SOCIALES

Una de las principales consecuencias de la recuperación del crecimiento actualmente en curso en la economía mundial es el renacimiento del movimiento sindical. Durante los 25 años de desaceleración y crisis económica y política, de 1967 a 1993, el movimiento sindical sufrió una progresiva erosión por la caída del empleo que había alcanzado su auge en los años cincuenta y sesenta.

Las rebeliones de 1968 reflejaron las primeras reacciones de los trabajadores frente a los ataques todavía tímidos contra las con-

quistas del Estado benefactor y de pleno empleo. La baja en las tasas de crecimiento y el aumento en los índices de desempleo ya se anunciaban a fines del decenio de los sesenta y comienzos del de los setenta. En los años siguientes, los gastos sociales tuvieron que aumentar más y más para apoyar a una población desempleada en crecimiento, una emigración que ya no encontraba trabajo y una ascendente población marginada. Más grave todavía era la combinación de esta necesidad de aumentar los gastos sociales con las enormes exigencias de los gastos militares en ascenso para la guerra de Vietnam, la estrategia antiinsurreccional en un mundo en ebullición y los desafíos históricos de confrontación ideológica entre capitalismo y socialismo, Occidente-Oriente y Norte-Sur.

En el decenio de los setenta las dificultades del modelo económico vigente se hicieron más evidentes como consecuencia del ajuste en los precios del petróleo en 1973. Esto redujo los márgenes de rentabilidad del capital en general, lo que se agravó con un aumento en los costos de las materias primas y del transporte implícitos en esta nueva coyuntura. Como respuesta, el capital presionó para rebajar los salarios, sobre todo en los países industrializados. El capital internacional descubrió, entre los años de 1967 a 1973, el camino de la industrialización de los países de desarrollo medio. Ellos se orientaron hacia los países de industrialización reciente, entre los cuales estuvo Brasil, despuntando como modelo, con su “milagro económico” basado en los bajos salarios y los altos subsidios a la inversión externa, con la generosa ayuda gubernamental y con el endeudamiento internacional.

Esta coyuntura estremeció aún más al movimiento sindical. Se extendió el desempleo y se extendió el capital internacionalizándose en busca de mano de obra barata en el mundo dependiente y periférico (como también hacia algunas zonas menos desarrolladas de los propios países centrales), los trabajadores se retrajeron y pasaron a desconfiar de la capacidad de resistencia de sus propios sindicatos.

El de 1976-1978 es un periodo de radicalización del movimiento sindical que apoyó a los partidos de los trabajadores, socialdemócratas y socialistas, para sostener una posición de enfrentamiento y desafío. Al mismo tiempo, se desarrolló una fuerte lucha a favor de la democratización de los países con regímenes militares. Las centrales obreras mundiales y nacionales contribuyeron a la pacificación de esos regímenes al mismo tiempo que ayudaron a asegurar bajos salarios, lo que era necesario para atraer los capitales trasnacionales. Aquéllas justificaron este proceso como una “exportación de empleos” de los países centrales hacia los países en desarrollo.

Estas acciones llegaron a su fin en 1979; una segunda crisis del petróleo se inició cuando cayeron sus precios, lo que a su vez indicó un cambio de signo en la situación internacional, en detrimento de los productores de materias primas. Los países centrales retomaron la ofensiva, el capital internacional aceptó las propuestas ideológicas de Margaret Thatcher, con una fuerte oposición al movimiento sindical inglés. La señora Thatcher quebró la oposición minera, el republicano Reagan desestabilizó las bases demócratas del sindicalismo y lanzó a gran parte de los trabajadores contra el aumento en los gastos de las políticas de “bienestar” que al financiarse con impuestos incidían en los salarios. Más o menos al mismo tiempo, paradójicamente, Reagan aumentó los gastos militares y, en consecuencia, elevó enormemente el “déficit” público. Surgieron así dos rivales de los gastos sociales: los gastos militares de alta tecnología y los pagos de intereses de la deuda pública en crecimiento. El sindicalismo estadounidense tomó posiciones defensivas y con ello todo el movimiento sindical internacional. La lucha sindical se redujo drásticamente, el número de afiliados cayó, aproximadamente, al 20% de los trabajadores de los principales países desarrollados.

Éstos fueron los años de la ofensiva neoliberal. La restructuración industrial redujo dramáticamente el peso político y el papel de sujetos históricos tales como los trabajadores metalúrgicos. El

aumento del número de trabajadores estatales (que continuó a pesar de las privatizaciones) fortaleció la tendencia a la elevación de la importancia del sector de servicios en la estructura de empleo. Surgió un nuevo sindicalismo del sector de servicios, todavía vacilante y con poca experiencia, que copió formas de lucha tradicionales que no siempre se adaptaron a los productos que ofrecen: servicios públicos de amplio interés social. En los países periféricos y dependientes, estas tendencias desestructuraron las economías tradicionales de autoconsumo. Una mano de obra expulsada del campo y de las actividades tradicionales generó el amplio sector marginal de la economía informal que debilitó aún más, en las economías de industrialización reciente, la fuerza de los sindicatos recién formados en los años de expansión. Es pues comprensible que la militancia sindical (y con ella el papel político de los partidos influidos por ella) entrara en descenso. Ideológicamente estas fuerzas pasaron a posiciones defensivas, confusas y desarticuladas.

Si aceptamos el carácter coyuntural de esta ofensiva neoliberal, qué podemos esperar de una nueva coyuntura de crecimiento económico sostenido durante un periodo significativo. Al contrario de lo que muchos piensan, en lugar de un debilitamiento creciente del movimiento de los trabajadores, debemos esperar exactamente una reversión de las tendencias que prevalecieron hasta el fin del decenio de los ochenta. Como consecuencia, cabe esperar una mayor confianza en la posibilidad de alcanzar resultados mediante la filiación sindical y una toma de conciencia estratégica de ofensiva sindical y popular. Sobre todo después de las pérdidas sufridas por los trabajadores durante los años de hegemonía neoliberal.

Prevalece hasta este momento una profunda desconfianza de la población en general, los trabajadores asalariados en particular y, más concretamente, de los servidores públicos, en cuanto a que la libre competencia no permitirá recuperación del crecimiento con todas sus potencialidades. Más aún: este punto de vista es compar-

tido crecientemente por un sector cada vez más amplio de empresarios, lo cual hace necesario políticas industriales bien definidas, políticas de educación, capacitación y recirculación de recursos humanos; políticas culturales basadas en la recuperación de un humanismo capaz de proponer objetivos globales a la humanidad y a las naciones, etnias y grupos locales. El mundo del ajuste automático, impersonal y desregulado ofrecido por la “mano invisible” del mercado está provocando desconfianza y creciente oposición en los países que pasaron por experiencias neoliberales significativas.

No se trata aquí de hacer un levantamiento sistemático de esta tendencia, pero caben algunos ejemplos. Se coloca en primer lugar un cambio en el movimiento sindical estadounidense; la reciente victoria de la oposición en la AFL-CIO fue un signo de este cambio. La central sindical estadounidense ha iniciado una campaña en la televisión de todo el país contra los miembros del Congreso que se oponen al aumento del salario mínimo y de los gastos sociales, como el Medicare (la asistencia médica de Estados Unidos). Estos cambios en el aparato sindical fueron precedidos por huelgas más activas con el creciente apoyo de la opinión pública para los sindicatos. Esta lucha tiene sustentación en el arribo de Clinton al gobierno y parece haberse revertido la ofensiva conservadora de los republicanos.

En segundo lugar, resalta el poco apoyo del partido conservador a la señora Thatcher, reducido al 24% de las encuestas electorales inglesas. La victoria de los ex comunistas en Italia; la formación de un gobierno de centro-izquierda en la India, encabezado por un comunista; y el renacimiento del Partido Comunista en Rusia, son todos signos del rechazo a las políticas neoliberales y cuentan con fuertes militancias sindicales de jubilados y de otros movimientos sociales desilusionados por las consecuencias de los gobiernos de derecha. Otros indicadores importantes tienen que ver con la oposición creciente a las políticas neoliberales en Europa. El acontecimiento más importante ocurrió en Francia en 1996

con una huelga de los sindicatos de funcionarios públicos que derrumbó los propósitos de la política económica conservadora. En junio de ese año, las centrales sindicales alemanas se opusieron duramente a un programa de reformas de Helmut Kohl, que buscaba disminuir los derechos laborales y otras conquistas sociales de los trabajadores alemanes.

Debe esperarse también un aumento de la lucha sindical en los países desarrollados a favor de los derechos sociales y de los ciudadanos del Tercer Mundo. La amenaza de un *dumping* social inquieta a los trabajadores y a los empresarios de estos países. En tanto persistan condiciones tan negativas en los países dependientes y periféricos no podrá avanzar una alianza progresista en los países desarrollados. La emigración en busca de empleos ilegales y la competencia de productos industriales a bajo precio amenazan esta alianza. Sin embargo, por otro lado, los subsidios a la agricultura europea, estadounidense y japonesa son un terrible *dumping* a nuestras posibilidades de exportación agrícola. ¿Puede esperarse que se sienten en la mesa países de ambos lados para buscar un acuerdo? Hasta ahora esto ha sido imposible. Nosotros por lo menos tenemos que explicar la existencia de la esclavitud infantil y otros males que no podemos ocultar.

El hecho es que debemos esperar cambios significativos como consecuencia de la recuperación del crecimiento. Ello exigirá un debate profundo sobre la dirección de la investigación y el desarrollo, sobre la gestión de la economía mundial, sobre la recuperación del pleno empleo, sobre el papel de la planeación de la economía, sobre la eliminación de la pobreza, y, sobre todo, la miseria de un mundo cada vez más capaz de generar abundancia y bienestar, sobre la compatibilidad del crecimiento con la preservación y recuperación del medio ambiente, sobre la eliminación de la amenaza nuclear y guerras de todo tipo, las supersticiones y la persecución de las minorías, sobre la implantación de los derechos humanos en escala mundial y sobre la ciudadanía de las grandes metrópolis en expansión.

La agenda mundial está cambiando en la década de los noventa. Es poco viable que la ausencia de acciones conscientes de la colectividad y la expectativa de regulación automática del mercado puedan mantenerse como lemas movilizadores en tales condiciones.

MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL E INESTABILIDAD FINANCIERA

*Gregorio Vidal**

El crecimiento de los mercados internacionales de capital en los últimos años ha sido constante. Los recursos financieros que han ingresado a los mercados emergentes, las operaciones de compra-venta de grandes empresas y las privatizaciones constituyen medios para la multiplicación de las colocaciones financieras, además de que se han seguido desarrollando los mercados de derivados, las coberturas y la titulación de las deudas. Sin embargo, el crecimiento de los mercados de dinero y capital no ha estado acompañado de un crecimiento sostenido y elevado de la actividad económica. Junto a las colocaciones financieras se mantiene el débil crecimiento de la inversión; el desempleo no disminuye en muchos de los países de la OCDE, la demanda se estanca y los salarios se reducen.

Los datos macroeconómicos han cambiado en diversos países. En América Latina, como se reconoce en los más recientes informes de la CEPAL y de la UNCTAD, la hiperinflación ha sido controlada. En gran cantidad de países han disminuido los déficit fiscales en relación con el producto. El ajuste se aplica con fuerza en la Europa comunitaria. Como destaca la UNCTAD en su *Informe sobre comercio y desarrollo 1996*, en las mayores economías industriales las tasas de inflación han sido extremadamente bajas y estables; incluso en comparación con los promedios históricos, han tenido el

* Profesor titular. Departamento de Economía, Universidad Autónoma Metropolitana (UAM)-Iztapalapa.

menor nivel de los últimos 30 años.¹ Sin embargo, entre las nuevas constantes en el comportamiento de las más diversas economías están, además de los altos niveles de desempleo, la proliferación de una gran variedad de formas de subempleo e inestabilidad laboral.

En conjunto, la expansión internacional de la liquidez se corresponde con un crecimiento débil y errático de la actividad económica que no alcanza niveles suficientes para lograr la utilización de la capacidad laboral y del propio capital. Por lo que concierne al desempleo en los países de la OCDE, los niveles se aproximan al del periodo de entreguerras.²

En los mercados de capital el signo que domina es el de la inestabilidad, si no creciente, por lo menos constante. Cualquier valoración de las colocaciones financieras debe partir de la consideración de que los mercados cambiarios se encuentran en constante fluctuación y las tasas de interés también son erráticas. Por ello, las colocaciones no sólo están gobernadas por el corto plazo, sino que deben darse en instrumentos que permitan la constante revalidación en los mercados de los rendimientos esperados. Precisamente porque esta lógica es la que prevalece es que se impone la opción de “diversificar el riesgo” y generar instrumentos a partir de esta diversificación. Así, el desarrollo de los mercados de derivados es un signo más en el proceso de inestabilidad financiera.³

En la elaboración de cualquier propuesta de desarrollo, o incluso en la puesta en práctica de algún tipo de política económica, el tener presente los referentes que previamente establecimos es, sin duda, imprescindible. Lo es más en el caso de los países de América Latina, precisamente porque los nuevos datos macroeconómicos revelan el peso creciente de las exportaciones que, incluso para muchos países, son de nuevo tipo en la dinámica general de

¹ UNCTAD, *Trade and Development, Report 1996*, Nueva York y Ginebra, 1996, p. 9.

² *Ibid.*, p. 9.

³ Véase Bank for International Settlements, 65 *Annual Report*, Basilea, junio de 1995. En particular el apartado “Macroeconomic and monetary policy implications of derivatives markets”, p. 192.

la economía y de los ingresos de capital a los mercados de dinero y a la compra de diversos activos productivos. Como se expone adelante, estos hechos son calificados como altamente positivos en el proceso de reforma económica de los últimos años.

Sostiene la CEPAL, en el *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe* de 1996, que en la región “el principal rasgo del panorama económico [...] fue la reaparición de la trayectoria de moderado crecimiento con estabilidad de precios, característica del desempeño de la economía regional en los años noventa, antes que irrumpiera la crisis financiera mexicana de finales de 1994”.⁴ El mismo organismo, al caracterizar las fuerzas que explican el crecimiento plantea que, en primer lugar “[...] obedeció a la sostenida expansión de las exportaciones y, en segundo término, al mayor acceso al financiamiento externo”.⁵ En el caso de las exportaciones, los destinos principales son algunas economías desarrolladas, por lo que es importante que exista una tendencia al débil crecimiento en varias de éstas. En 1996, el comercio internacional creció 5%, lejos de las “elevadas” tasas de 9% de 1994-1995.⁶ Pero además, en el ritmo de crecimiento de las exportaciones de la región contó, como en años previos, el factor México. De los 24 600 millones de dólares en que aumentó el total regional, el 65% correspondió a México.⁷ Para el caso de esta economía, el 80% de su comercio se realiza con Estados Unidos y las condiciones en las que ha operado la relación comercial entre los países desde principios de 1995 no ha resultado favorable para las exportaciones estadounidenses. El superávit comercial de México no corresponde con uno equivalente en la nación allende el Bravo al revisar sus cuentas comerciales con México.

En el análisis de los flujos de capital hacia América Latina, la

⁴ CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, 1996, Santiago de Chile, p. 1.

⁵ *Ibid.*, p. 1.

⁶ *Ibid.*, p. 27.

⁷ *Ibid.*, p. 28.

cuestión de los tipos de cambio y el comportamiento de la tasa de interés en Estados Unidos es igualmente un dato clave. Las expectativas devaluatorias se vinculan con corridas de capital y las perspectivas de aumentos en las tasas de interés en Estados Unidos o presionan con fuerza al alza los rendimientos en la economía de la región o implican corridas de capital.⁸ Así las cosas, la inestabilidad financiera y el crecimiento débil y errático son elementos endógenos al curso de los hechos económicos en América Latina. Quizá el último referente que hay que considerar para analizar la situación actual de esta región es la creciente significación de la economía estadounidense o, mejor dicho, la necesidad de los capitales que se organizan desde ese espacio para alcanzar una mayor presencia en América Latina. En las páginas siguientes profundizaremos en estas cuestiones.

LAS LECTURAS POSITIVAS

En el informe de 1994 sobre la situación económica de América Latina, la CEPAL afirmaba que en ese año existieron “nuevos indicios de consolidación de un patrón de desempeño económico más dinámico”. Además de un mayor crecimiento promedio del producto destaca un ligero aumento en el ingreso por habitante y un descenso en la inflación promedio, al 16%, “un mínimo histórico en varios decenios”. Incluso se valora como un hecho altamente positivo la entrada en el año de cerca de 57 000 millones de dólares que permitieron financiar el déficit comercial.⁹ Los datos positivos eran la disminución en la inflación, las entradas de capital y las mínimas mejoras en el ingreso por habitante. La calidad y comparación de los capitales que llegan a la zona y el modo de

⁸ Véase, Eugenia Correa y Alicia Girón, *Integración financiera y TLC*, “Prólogo”, México, Siglo XXI Editores e Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM, 1995, pp. 9-20.

⁹ CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, 1994, Santiago de Chile, diciembre de 1994, p. 1.

vincularse con el proceso de inversiones no se consideran en el mismo plano del análisis.

En el informe de la CEPAL de 1995 nuevamente se hace referencia a la afluencia de capitales externos como un condicionante del desempeño de la mayoría de las economías de la región. Si bien se reconoce el retiro masivo de capitales de México y Argentina, también se destaca el cuantioso ingreso de recursos a Brasil. Este comportamiento es un dato más de la heterogeneidad propia de la región que no contradice, según esta lectura, el papel activo y positivo de la entrada de capitales.¹⁰ En 1995, “el crecimiento del producto interno bruto apenas llegó al 0.6% en comparación con el 4.6% en 1994 (lo que en términos per cápita representaba una caída de 1.1% después de un aumento de 2.7% en 1994), pero en ese pobre desempeño influyeron decisivamente los retrocesos registrados en México y Argentina”.¹¹ En 1996, como se advierte en páginas previas, la economía de la región tuvo un crecimiento mayor, asociado a la recuperación de México y Argentina. Pero además destaca la reducción de la inflación a menos del 20%. Sin embargo, como se informa en el mismo documento, el control de la inflación y la recuperación del ritmo de crecimiento afectaron poco el comportamiento de los ingresos medios. Visto en el largo plazo, el PIB por habitante fue inferior en 1% al de 1980 y la distribución del ingreso en la región en estos años no ha mejorado.¹²

Así, en los años noventa, junto al ingreso de capitales a los mercados de dinero y bursátiles y a las compras de activos productivos e inversiones en industrias localizadas, subsisten y se multiplican salvedades, diferencias; pero también constantes como la pobreza, la marginación, los altos niveles de subempleo y desempleo.

Sobre las salvedades destaca la situación de Brasil, que hacia el

¹⁰ Véase CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, 1995, Santiago de Chile, diciembre de 1995, p. 1.

¹¹ *Loc. cit.*

¹² Véase, CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1996, *op. cit.*, p. 4.

final del primer semestre de 1994 tuvo tasas de inflación cercanas al 50% mensual. Frente al hecho, el gobierno puso en marcha un nuevo plan de estabilización, el Plan Real, el octavo intento en casi un decenio. De acuerdo con la CEPAL, “el Plan Real ha tenido innegablemente un gran éxito, dado que redujo la inflación de cerca de 50% en junio de 1994 a alrededor de 3% en promedio en el segundo semestre”.¹³ En 1995 la inflación anual fue de 22% y en 1996 de 10.6%. En otra de las mayores economías de la región, Argentina, también se ha producido una importante reducción de la inflación. En 1995 fue de 1.6% y en 1996 de 0.4%.¹⁴ Nuevamente las lecturas positivas se construyen a partir del control de la inflación.

En 1994 la tasa de crecimiento del producto, la mejor en los últimos 14 años, no es suficiente —siempre, según la CEPAL— para

impedir que el desempleo y el subempleo sigan a niveles inaceptables [...] en términos generales, resulta evidente que en América Latina y el Caribe tasas de crecimiento inferiores a 4% no bastan para permitir grandes avances en la lucha contra la pobreza.¹⁵

Los resultados de 1995 agravan el problema. La tasa de desempleo urbano fue mayor, destacando los incrementos de México, Argentina y Venezuela. Pero además, en Brasil, no obstante el crecimiento del producto de 4% y la significativa reducción de la inflación, los índices positivos de incremento de la demanda, el consumo y la inversión, son mínimos, como también los

¹³ CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1994, *op. cit.*, recuadro 1.

¹⁴ Los datos sobre inflación corresponden a variaciones diciembre a diciembre del índice de precios al consumidor. En 1995, como en 1994, el contraste entre las tres mayores economías se mantiene. En el caso de México al alza en 1995 y después del ajuste riguroso baja en 1996; en Brasil descendiendo desde una alta inflación con ajuste de por medio, y Argentina casi sin movimientos en los precios. Las diferencias se observan también en los mercados de capital, como se destacará más adelante. (Sobre inflación véase CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1995, cuadro A-3, apéndice estadístico, y *Balance Preliminar...*, 1996, p. 11.)

¹⁵ En el trienio 1991-1993 el PIB de América Latina creció en promedio a 3.2 % anual, mientras que en 1994 lo hizo en 3.7 % (CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1994, p. 1).

decrementos en la tasa de desempleo urbano.¹⁶ En 1996 debemos agregar además que la inversión tuvo una moderada recuperación. Incluso en Brasil tuvo una caída precisamente por el severo ajuste y la presencia de altas tasas de interés reales.¹⁷

Desde nuestro punto de vista, los acontecimientos de finales de 1994 y 1995, en particular en lo que concierne a la denominada crisis de los mercados emergentes y el *efecto tequila*, revelan lo endeble de los resultados positivos alcanzados en los años anteriores. En la devaluación del peso y la incapacidad inmediata para cubrir los vencimientos en tesobonos por parte del gobierno mexicano gravitó lo que podemos denominar calidad negativa de las inversiones extranjeras en la región. América Latina captó en los últimos años una gran masa de recursos financieros, pero una parte importante, sobre todo en el caso mexicano primero, y actualmente en el de Brasil, son sumamente volátiles. El punto se destaca en el *Informe de 1994* de la UNCTAD, llegando a la conclusión de que la composición de las inversiones que se dirigen hacia América Latina ponen de manifiesto que la región no ha recuperado plenamente la confianza crediticia.¹⁸ En el *Informe sobre Comercio y Desarrollo*, 1995 de la UNCTAD se insiste en el punto, y se destaca que el flujo de capitales hacia América Latina estaba destinado a concluir abruptamente.¹⁹

Los flujos de capital que ingresaron en los últimos años son parte de una profunda transformación, en la que se incluyen las privatizaciones de empresas públicas, la liberalización y desregulación de los mercados, la flexibilización laboral y la apertura comercial, entre otros. En el *Informe* de la CEPAL se afirma que: “El control de la inflación siguió constituyendo el principal objetivo de la mayoría de las políticas macroeconómicas llevadas a cabo por los países de América Latina y el Caribe.”²⁰ Por ello, los

¹⁶ Véase CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1995, p. 3.

¹⁷ Véase CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1996, p. 9.

¹⁸ Véase UNCTAD, *Trade and Development. Report 1994*, Ginebra, agosto de 1994, p. 11.

¹⁹ Véase UNCTAD, *Trade and Development. Report 1995*, Ginebra, agosto de 1995, p. 5.

²⁰ CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1994, p. 11.

capitales que arribaron a la región entre 1991 y 1994 —entre los que destaca México—, no se desplazaron como resultado de expectativas macroeconómicas cuyo fundamento fueran altas tasas de crecimiento del producto y de la inversión vinculadas a altas tasas de ahorro interno. Como se destaca en el Informe 1995 de la UNCTAD la afluencia de dinero extranjero fue el resultado de “la combinación de unos tipos de interés altos y una apreciación real de la moneda nacional”.²¹

Los datos sobre el desempeño macroeconómico de México, Brasil y Argentina hasta 1996 indican que los altos tipos de interés se mantienen y que tampoco se logra aumentar significativamente el ahorro interno y el crecimiento se vincula al denominado incremento del ahorro externo.²² Así, todo indica que prevalecen los hechos que desencadenaron el llamado efecto tequila.

Los acontecimientos merecen una consideración detenida. La situación prevaleciente en América Latina es de nuevo distinta de la del Asia lejana. De 1991 a 1994 en el Sudeste Asiático la inversión bruta fija continuó creciendo, al representar 34% del producto, y en consistencia con este incremento el ahorro interno también aumentó. Mientras en América Latina la inversión bruta fija permaneció en un nivel semejante al de los años ochenta, representando 20% del producto. Estas últimas cifras son semejantes a las de África, donde la situación —considerando únicamente estos indicadores— en los años noventa es equivalente a la de los ochenta. En América Latina en los años noventa existe además una baja del ahorro interno en relación con el producto.²³

Los hechos ponen de manifiesto las desigualdades en la reestructuración de las relaciones económicas internacionales, pero

²¹ UNCTAD, *Trade and...*, 1995, p. 6.

²² Refiriéndose al comportamiento del ahorro en 1996, la CEPAL sostiene que “en Argentina y México aumentaron tanto el ahorro nacional como el ahorro externo, aunque este último en mayor proporción. Por su parte, en Brasil descendió el ahorro nacional y aumentó el ahorro externo, aunque moderadamente, dado que la inversión estuvo virtualmente estancada”, CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1996, p. 10.

²³ Véase Bank for International Settlements, *op. cit.*, pp. 32-33.

también permiten trabajar con la hipótesis de que fue la propia estrategia de reforma económica, su desarrollo y profundización, la que llevó a México a los acontecimientos de finales de 1994. El Banco de Pagos Internacionales es cauteloso al momento de valorar la situación de México; no obstante, sostiene que la experiencia del país, basada en una estrategia de rápida transformación económica y un tipo de cambio relativamente estable, produce una fase de ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza y una apreciación del tipo de cambio real en la que la economía es particularmente vulnerable ante los menores cambios en la confianza de los inversionistas.²⁴

Como se analizará en las páginas siguientes, la situación económica de América Latina, incluso considerando su profunda diversidad, aún presenta con fuerza elementos de una extremada vulnerabilidad y es presa de una constante inestabilidad financiera.

LA DIVERSIDAD COMO DATO CLAVE

Cuando los miembros de los gobiernos, de los organismos internacionales o los grandes capitales mencionan la estrategia de crecimiento con base en las exportaciones, están pensando en las de manufacturas no tradicionales. En el *Informe de 1992* del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) se sostiene que “los vehículos automotores constituyen una de las exportaciones más promisorias de la región”.²⁵ En términos de empresas, las que se indican como las más productivas o con mayor penetración en el mercado internacional son: Autolatina, creada por Volkswagen y Ford de Brasil y Argentina, y General Motors de México.²⁶ Un primer matiz que debe considerarse frente a estos datos es que para esta

²⁴ Véase Bank for International Settlements, *op. cit.*, pp. 34-35.

²⁵ BID, *Progreso Económico y Social en América Latina. Informe 1992*, Washington, 1992, p. 242.

²⁶ *Ibid.*, p. 242.

última empresa el mercado internacional es principalmente el de Estados Unidos y Canadá. Un segundo matiz es que el mundo de las empresas de la industria automovilística en América Latina no va mucho mas allá de los tres países hasta aquí considerados.

A finales de la década de los años ochenta, cuando las exportaciones de motores y vehículos representaban el 20% de las exportaciones manufactureras; tan sólo las empresas radicadas en dos países, México y Brasil, en ese orden, realizan el 96.6% del total. La presencia de empresas radicadas en México como exportadoras de automóviles y motores es un hecho relativamente reciente, según el BID de 1987 en adelante. Brasil participa con una alta diversificación en los mercados internacionales desde mediados de los setenta.²⁷

Sin embargo, en el decenio de los ochenta los acontecimientos fueron mucho más allá del incremento de las exportaciones. Refiriéndose a esos años debemos considerar: crisis de la deuda externa y sus consiguientes negociaciones; procesos consistentes de apertura acompañados de devaluaciones y alza en los precios internos; caída dramática de los salarios y aumento en la concentración de la riqueza. Los defensores de la reforma económica buscan sintetizar esta realidad con la frase: propiciando el crecimiento hacia afuera. En su *Informe de 1994* el BID sostiene que:

América Latina continúa llevando a cabo su reforma macroeconómica, dentro de la cual destacan los importantes avances alcanzados en la modernización del Estado. También está recibiendo particular atención la apertura externa, impulsada por el supuesto de que la integración hacia los mercados mundiales es un elemento central del progreso económico. En tal sentido, los países de la región han encarado un vigoroso proceso de internacionalización y un enfoque renovador en las relaciones hemisféricas.²⁸

²⁷ En el informe del BID se establece que mientras el destino del 95 % de las exportaciones de estas industrias en el caso de México es Estados Unidos; Brasil cuenta además con otros importantes mercados, como Arabia Saudita, Islandia y los países miembros de la ALADI (BID, *Informe 1992*, pp. 242-243).

²⁸ BID, *Informe 1994*, p. 1.

La homogeneizante propuesta de reforma, que tiene por base la Agenda de Washington no anula la diversidad que estamos destacando, por el contrario se expresa a través de ella.²⁹

Los matices que destacamos en el caso de las exportaciones de automotores y motores no son la excepción; por el contrario, entre las tendencias predominantes en el comercio exterior de América Latina están la regionalización y la concentración. En el periodo de 1970-1975 las tres mayores economías realizaban el 64.8% de las exportaciones de manufacturas. En el quinquenio 1985-1990 efectuaban el 80.5%, destacando el peso mayor de Brasil en detrimento de Argentina.³⁰ Las tasas anuales de crecimiento de las exportaciones brasileñas durante los años ochenta y noventa eran muy superiores a la media de América Latina. En los años noventa también fueron superiores, salvo en 1995 y 1996, cuando se aplicaba —como se destacó— un severo plan de ajuste. En México, de 1995 a 1996, con el ajuste, cuando el crecimiento de las exportaciones fue superior a la media de América Latina (véase el cuadro 1).

Un elemento más de la diversificación es la distinta importancia que para una de las grandes economías de la región tiene el comercio con los países europeos de la OCDE y Japón. Los datos contenidos en el cuadro 2 son muy reveladores en esa materia. Para el conjunto de América Latina crece la importancia de Estados Unidos y, más en general, de las dos economías desarrolladas de América del Norte, como destinatarias de las exportaciones manufactureras. No obstante, Brasil mantiene una alta diversificación que incluye a los países europeos de la OCDE y a Japón. Las economías centroamericanas realizan un significativo comer-

²⁹ Para una exposición positiva de la llamada Agenda de Washington véase Joan M. Nelson, "Las políticas de reforma económica de largo impulso", en Joan M. Nelson *et al.*, *Coaliciones frágiles: la política del ajuste económico*, México, CEMLA-Serfin, 1991.

³⁰ En 1985-1990 Brasil concentró el 46.9% del total de las exportaciones manufactureras de la región, cuando en 1970-1975 apenas le correspondía el 28.2%. México realiza el 22.1% en 1970-1975 y el 25.2% en 1985-1990 (BID, *Informe 1992*, apéndice, cuadro 3, p. 283).

CUADRO 1
Exportaciones de América Latina
(Tasa media anual de crecimiento)

	1950- 1959	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1993	1994	1995	1996 ^a
América Latina	3.5	5.2	19.5	1.9	2.8	16.3	21.6	11.0
México	3.9	7.2	22.9	4.5	3.7	17.3	30.6	20.0
Brasil	-.07	6.9	21	6.0	7.8	11.3	5.5	3.2

^a Estimaciones preliminares.

FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1986 y 1994* y CEPAL, *Balance preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1996*.

cio de manufacturas entre ellas y en materia de países industrializados casi la totalidad tiene por destino Estados Unidos, a diferencia de la situación prevaleciente en 1970. México estrecha sus lazos con Estados Unidos, se trata de una constante que sin ninguna duda es un dato para explicar la gestación del TLCAN.³¹

Si en materia de exportaciones de manufacturas tenemos que reconocer las diferencias presentes en América Latina, también es imprescindible hacerlo en el caso de los mercados de capital. En los días en que el efecto tequila puso de moda hablar de los mercados emergentes y su crisis, lo diverso fue contenido clave del proceso. En el *Informe 1994* del BID se lee: "Se ha producido además [refiriéndose a la reforma macroeconómica] una apertura de los mercados financieros al mundo, la cual ha convertido a América Latina en uno de los mercados emergentes más atractivos."³² Se trata de una afirmación muy general que debe considerar algunas particularidades.

³¹ Considerando el total de exportaciones manufactureras, en 1990 Brasil destinó el 28.6% a Estados Unidos, el 21.3% a países de la CEE y el 14.5% a países de Asia. Pero además tiene un importante comercio con otros países de América Latina, que representa el 19.5%. Países con un alto comercio de manufacturas intrarregional son los de Centroamérica, algunos del Caribe (Barbados, Guyana); pero también, Argentina, Ecuador, Colombia, Chile, Venezuela, Paraguay y Uruguay. Entre las mayores economías, México es el que menor comercio intrarregional tiene. (BID, *Informe 1992*, apéndice, cuadro 9, p. 290.)

³² BID, *Informe 1994*, p. 1.

CUADRO 2
Exportaciones manufactureras de América Latina
a los países industrializados
(Porcentajes)

<i>Importador/exportador</i>	<i>OCDE Europa</i>			<i>América del Norte</i>			<i>Japón</i>		
	1970	1979	1990	1970	1979	1990	1970	1979	1990
México	14.7	9.9	9.3	80.6	86.2	89.5	4.6	3.8	1.1
Brasil	57.6	44.6	42.3	32.6	47.7	50.9	9.6	7.6	6.8
Otros países									
de América del Sur	79.6	64.6	45.7	10.6	26.5	47	9.7	8.7	7.3
Países Andinos	42.7	33.1	28.5	42.8	43.6	63	14.4	23.2	8.5
Países del Caribe ^a	54.9	29.2	28.0	44.3	64.7	66	0.7	6.0	6.0
Centroamérica	55.8	49.9	9.7	36.3	47.0	90.3	7.7	3.0	0.0

^a No incluye a Cuba.

FUENTE: BID, *Progreso Económico y Social de América Latina y el Caribe. Informe 1992*, p. 254.

En 1991, cuando se presenta un incremento importante en inversión de cartera hacia América Latina, dos países, Brasil y México, reciben 93.7% del total. En 1992 ocurre algo semejante: México recibe 13 500 millones de dólares y Brasil 14 400 millones de dólares, en total 93.6%. La situación por lo que respecta a México se mantiene en 1993. En 1994 no hay una clara tendencia al crecimiento de la inversión de cartera. Hacia el final del año los hechos se modificaron. En 1995 el saldo de la cuenta de capital es negativo en un orden de 16 900 millones de dólares. En ese año es la economía de Brasil, como se señaló, la que está recibiendo capitales del exterior. Sin embargo, como aconteció antes con México, de los 28 000 millones de dólares que son el saldo total de la balanza de capitales, 18 200 millones corresponden a inversión de cartera y de corto plazo.³³

La situación en 1996 puede originar una lectura distinta, dado que la inversión de cartera se concreta en bonos con plazas superiores a los cinco años, además del incremento de la inversión extranjera directa (IED). En 1996, la inversión de cartera en bonos,

³³ CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1995, p. 44.

en términos netos, fue cercana a los 30 000 millones de dólares y las entradas de inversión directa neta de 30 080 millones de dólares.³⁴ Sin duda, la ampliación del plazo de los títulos que se están colocando en los mercados internacionales de capital implican un cambio. Debe analizarse el efecto de esto en el conjunto del endeudamiento. Pero también hay que considerar que una parte de estos recursos se utilizaron para el pago del denominado financiamiento excepcional; por ejemplo, México liquidó la deuda contratada con el gobierno de Estados Unidos. En conjunto significa que estos recursos no están teniendo uso productivo. Acerca de la IED es importante considerar que ingresa en un ambiente de débil crecimiento de la inversión en América Latina. Además, la concentración de estas inversiones y colocaciones en unos pocos países tampoco se altera. De las emisiones internacionales de bonos en el periodo enero-octubre de 1996, el 91.7% por cuenta correspondió a México, Argentina y Brasil.³⁵ Los datos del cuadro 3 sobre colocación internacional de bonos de deuda, de empresas públicas y privadas, revelan una situación semejante.

En 1994, de un total de 19 000 millones de dólares de emisiones internacionales de bonos, a Argentina corresponde el 27.7%; a Brasil el 20.8%, y a México el 36.1%. En 1995 la situación es semejante. En el caso de las emisiones internacionales de acciones son estos tres países, y principalmente México, los que realizan la mayoría de las colocaciones. En 1995 la drástica caída se debe al descenso de las colocaciones de empresas que operan desde México. Según información de la CEPAL, de enero a septiembre de 1995 no existen colocaciones por empresas de este país.³⁶

En el caso de la IED existen también grandes diferencias. Entre los países en desarrollo, de 1981 a 1992, diez economías reciben en promedio algo más del 50% de la IED que ingresa de estos países. Considerando el conjunto de la cuenta de capitales es México el

³⁴ CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1996, p. 32.

³⁵ *Ibid.*, cuadro A. 16.

³⁶ CEPAL, *Balance Preliminar...*, 1995, p. 65.

CUADRO 3
Emisión internacional de bonos de deuda de empresas
públicas y privadas de América Latina
(Millones de dólares)

<i>País</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>
Sector público						
Argentina	—	—	—	350	150	100
Brasil	—	1 341	1 341	1 837	940	350
Colombia	—	—	—	250	150	—
Costa Rica	—	—	—	—	—	50
Guatemala	—	—	—	60	—	—
México	1 851	1 192	—	4 401	2 462	3 240
Venezuela	127	230	857	1 000	—	—
Total	1 978	2 763	3 609	7 898	3 702	3 740
% del total de emisiones	72.72	48.90	31.50	33.62	35.66	48.29
Sector privado						
Argentina	2.1	295	1145	3772	535	1 610
Bolivia	—	—	—	—	—	10
Brasil	—	496	2 335	4 842	2 022	845
Chile	—	—	—	433	333	—
Colombia	—	—	—	100	50	83
México	586	1 971	4 292	6 030	3 620	1 457
Panamá	—	50	—	—	—	—
Perú	—	—	—	30	—	—
Uruguay	—	—	—	40	40	—
Venezuela	135	75	75	345	80	—
Total	742	2 887	2 887	15 592	6 680	4 005
% Total de emisiones	27.28	51.10	68.50	66.38	64.34	51.71
Total emisiones	2 720	5 650	11 456	23 490	10 382	7 745

FUENTE: FMI, *Private Market Financing for Developing Countries*, 1995, pp. 60-61.

país que con mucho recibe la mayor cantidad de recursos. En el periodo de 1990 a 1994 el saldo positivo de la balanza de capitales de este país equivale al 56.4% del saldo positivo de la cuenta de capitales de toda América Latina (véase el cuadro 4). Considerando la transferencia neta de capitales,³⁷ México recibe en el periodo

³⁷ La transferencia neta de capitales es igual a los ingresos netos de capital del exterior menos los pagos netos de utilidades e intereses al exterior.

CUADRO 4
Saldo de la cuenta de capital de América Latina, 1984-1996
(Millones de dólares)

<i>País</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996^a</i>
Argentina	2716	2513	1666	2430	3595	206	-4092	-5391	3802	17612	10900	180	5850
Brasil	4928	292	2006	4417	-1621	1495	5330	753	10319	10703	900	31109	26300
Chile	2014	1380	716	1021	1102	1408	3255	822	2944	2607	4200	921	3700
Colombia	9441	2236	1160	-1	939	478	-2	-783	166	1780	3000	4479	4910
México	-1071	-2096	1127	-1003	-1355	1362	8530	24358	26416	28008	11200	-14652	1700
Ecuador	113	-128	662	1246	699	636	318	448	-48	859	1400	320	-570
Perú	1049	392	831	1026	1443	715		850	531	889	4700	3776	5110
Uruguay	165	-75	18	333	241	24	-70	-356	153	305	500	568	710
Venezuela	-2012	-1035	-1149	538	-1039	-3447	-3594	2004	2736	2035	-4900	-3270	-1210

^a Cifras preliminares

FUENTE: BID, *Progreso Económico y Social en América Latina, Informe 1994*, p. 274, y CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe. Informe 1996*.

1991-1994, una cantidad que equivale al 61.3% de la que ingresa en el conjunto de Latinoamérica (véase el cuadro 5).

La situación de Brasil es radicalmente diferente debido a que en esos años la transferencia neta de capitales hacia ese país es negativa (véase el cuadro 5). Se trata de una diferencia significativa en la relación de las dos mayores economías de la región con la economía internacional. En 1995 y 1996 la transferencia neta de recursos que recibe Brasil equivale al 116% de la transferencia neta a todos los países del área (véase el cuadro 5). Durante 1993 y 1994, Brasil estaba creciendo a un ritmo mayor que México, mantenía su condición de superavitario en sus cuentas comerciales con el exterior y alcanzaba una mayor penetración en los mercados internacionales. Después recibió una gran cantidad de capitales, pero el crecimiento fue menor.

Como se destacó, en 1996 creció el flujo de inversión extranjera directa hacia la región. En 1995 ingresó un total de 21 500 millones de dólares; mientras que en 1996 fueron 30 800 millones, lo cual representa un incremento del 43%. En 1995 las tres mayores economías concentraban 62% del total de la IED, en tanto que en 1996 concentraron 59%. Sin duda, puede sostenerse que se está diversificando la IED en la región. Sin embargo, merece considerarse que una parte importante de esta diversificación se vincula a ventas de empresas públicas, colocaciones en bolsa de empresas que están operando o traslados en la propiedad de activos. En 1996, el cuarto país receptor de IED Perú, con un monto de 3 400 millones de dólares. De esta cifra, alrededor de 1 000 millones se deben a la colocación de acciones realizadas por la empresa telefónica de Perú en los mercados internacionales.

Las colocaciones de acciones en los mercados internacionales, típicamente los ADR (American Depositary Receipts), se comportan como las colocaciones de corto plazo. Las compras que hacen los fondos de inversión de estos papeles obedecen estas reglas, lo que significa tomar en cuenta los movimientos en la tasa de interés —la referencia es la estadounidense— y las perspectivas del tipo

CUADRO 5
América Latina: transferencia neta de capitales^a
(Miles de millones de dólares)

País	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 ^{1b}	1995 ^{1c}	1996 ^b
América Latina	-28 300	-16 000	6 818	31 607	33 977	11 472	-17 415	18 452	12 030
Colombia	-1 639	-2 146	-2 527	-1 772	521	1 719	2 150	2 135	1 820
México	-3 693	1 055	14 107	17 091	19 698	-533	-29 930	-1 271	-11 410
Perú	-422	395	1 504	1 801	1 681	3 093	2 755	3 339	3 930
Venezuela	-4 496	-5 937	64	1 341	732	-6 603	-5 420	-5 907	-2 890
Argentina	-6 465	-4 615	-984	7 439	6 922	7 241	-4 900	-592	2 700
Brasil	-11 854	-7 044	-8 012	927	-531	180	16 000	19 951	15 500
Chile	-432	1 490	-373	1 751	1 336	2 402	-1 460	-850	1 885
Ecuador	-306	-435	-210	-487	280	410	5	-602	-1 695

^a La transferencia neta de recursos equivale al ingreso neto de capitales, menos el saldo en la cuenta de renta.

^b Estimaciones preliminares. Los ingresos netos de capitales no incluyen el financiamiento excepcional de la balanza de pagos.

^c Los ingresos netos de capitales incluyen el financiamiento excepcional de la balanza de pagos.

FUENTE: CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, 1991; 1995, p. 64, y 1996, p. 52.

de cambio. Además se incluye un nuevo factor de inestabilidad dado que se supedita el movimiento de la bolsa de valores de la región a la de Norteamérica.³⁸

Los montos de capital que ingresaron a América Latina en el periodo 1990-1993 son, a primera vista, los mayores en la historia moderna de la región; sin embargo, en este caso es necesario hacer nuevamente una precisión. Como se destaca en el *Informe 1994* del BID, “en dólares constantes, los montos acumulados en el periodo 1978-1981 superan en un 57% los ingresos de capital del periodo 1990-1993”.³⁹ Sin duda se trata de montos con una composición radicalmente distinta, pero también es importante considerar que los primeros ingresaron en una época de crecimiento. El antecedente en la región era una larga fase de incremento en el producto, la inversión y el ingreso. El comportamiento de los mercados de capital en 1994, 1995 y 1996 vuelve más importantes estas consideraciones.

Hoy, como hace algunos años, la insistencia en que es necesario aumentar el ahorro interno para financiar el crecimiento de los países de América Latina se hace presente con fuerza. El matiz que se debe considerar es también la permanencia de la crisis, la de largo plazo, propiamente estructural en medio de la cual se desarrolla la reforma económica.

El diverso comportamiento de los mercados de capital en los países de América Latina, como en el caso de las exportaciones manufactureras, permite establecer el sitio de preeminencia que en la región tiene México para Estados Unidos. La contraparte de esta particularidad, o el modo en que avanza la reforma económica, es que los capitales que mayormente están incursionando en los mercados de México son estadounidenses. Sin embargo, los datos recientes sobre la entrada de capitales a Brasil obligan a

³⁸ El punto para el caso de la Bolsa Mexicana de Valores se ha analizado en G. Vidal, “Reforma económica, mecanismos de financiamiento y proceso de inversión”, *Comercio Exterior*, vol 44, núm. 12, México, diciembre de 1994, pp. 1083-1092.

³⁹ BID, *Informe 1994*, p. 6.

considerar los países de donde proceden y destaca que este país mantiene la mayor diversidad en los flujos comerciales externos y también es el que tiene por realizar una importante privatización de empresas públicas. En fin, lo que sugerimos es que las corrientes de flujos financieros internacionales y la reorganización del comercio internacional son dos fuerzas en la regionalización de la economía internacional que como tales se hacen presentes en América Latina, precisamente en un ambiente de lento crecimiento de la actividad económica. De nuevo un dato que refuerza la organización de la economía internacional en regiones con espacios que están en plena disputa, pero cuyo centro se ubica en los países desarrollados. Antes de avanzar más sobre esta problemática consideremos otros hechos de la actual realidad de América Latina.

Sin duda la presencia de capitales externos y los propios flujos comerciales se vinculan con el peso relativo de las economías del área. En este campo, las cosas no han cambiado mucho en los últimos 15 a 20 años. Con la reforma económica no se ha modificado el peso relativo que las mayores economías tienen en la región. Por la dimensión relativa del PIB es ligeramente mayor el peso de Brasil y México; está decreciendo el de Argentina y Venezuela se mantiene como la cuarta economía de la región. Las dos mayores economías son también las dos mayores naciones por el número de habitantes.

Otros datos sociodemográficos contribuyen a acentuar la diversidad, si bien no se han gestado en los últimos años. La mejor condición en estos indicadores, por ejemplo, de Costa Rica en relación con el resto de los países de Centroamérica, no resulta del proceso de reforma económica de los años recientes. Así, en lo que concierne al nivel de educación y el analfabetismo, la mortalidad infantil, el porcentaje de la población rural, la esperanza de vida, la historia se hace presente con fuerza. Los hechos no son el resultado de un equilibrio macroeconómico alcanzado por algunos meses, sino revelan la contemporaneidad de procesos gestados durante años, incluso en periodos de crecimiento estable y de

largo plazo, y en tanto tal son una fuerza que alimenta la diversidad, sobre todo en una época de incertidumbre como la actual.

EL PROBLEMA EXTERIOR

Como se destacó desde las primeras líneas de este trabajo, el crecimiento de las principales economías desarrolladas ha sido sumamente débil. En ellas el producto creció 2.8 y 2.0% en 1994 y 1995, respectivamente. Cifras muy lejanas al 6% que se alcanzó durante un largo periodo en los decenios anteriores. Pero además, las proyecciones realizadas para 1996 se ubican en rangos semejantes, con el añadido de que en los últimos años las estimaciones de las más diversas fuentes se situaron por encima de los hechos. En el *Informe 1996* de la UNCTAD se reflexiona sobre el hecho, agregando que las proyecciones de diversas agencias internacionales e instituciones de investigación tienen importantes diferencias entre sí. Justo esto —se afirma— en un mundo en que se incrementa la interdependencia al seno de las regiones económicas y entre éstas, sobre todo medido en términos de flujos comerciales, de inversión y financieros.⁴⁰ Estas diferencias pueden deberse a las diversas percepciones sobre los movimientos del tipo de cambio y del comportamiento del consumo, como lo establece la UNCTAD a propósito de Alemania. Esto sin duda gravita sobre el conjunto de países de la Unión Europea, por el peso alcanzado por esa economía en la región. En síntesis, las predicciones inciertas forman parte de un ambiente en el que se mantiene una situación de débil crecimiento a la que no escapa la economía estadounidense.⁴¹

El débil crecimiento de los últimos años sigue a un largo perio-

⁴⁰ UNCTAD, *Trade and Development Report*, 1996, p. 23. La cuestión de la incertidumbre en las estimaciones sobre el corto plazo se plantea en *Trade and Development Report*, 1995. Véase, UNCTAD, *Trade and Development Report*, 1995, pp. 16-18.

⁴¹ En el informe de la UNCTAD de 1996 se dan estimaciones del crecimiento de la economía de Estados Unidos que van del 1.8% según FMI al 2.7% calculado por la OCDE (p. 23).

do en que el empleo en varias de las más importantes ramas de la industria manufacturera se ha estancado o incluso disminuido.

Considerando a los países del Grupo de los Siete (G-7), una de las ramas industriales con que presenta una alta disminución en el empleo es la industria textil, incluida la fabricación de ropa. Como puede observarse en el cuadro 6, ese decremento se mantiene hasta el periodo 1990-1993, no obstante los fuertes descensos de los años 1970-1975. También se registran decrementos importantes en los productos de minerales no metálicos, en metales ferrosos y en maquinaria no eléctrica. En conjunto, todas las manufacturas del G-7 muestran un descenso en los años 1970-1980 de 1 968 000 empleos. En los diez años siguientes la cifra es mucho mayor, al alcanzar los 4 134 000 empleos suprimidos.

En los años noventa, no obstante que la desregulación financiera y las privatizaciones se aceleran y se mantiene el ajuste económico, la pérdida de empleos en las manufacturas persiste. En diversas ramas económicas la reducción se ha vinculado en los últimos años a una sobreoferta productiva. El hecho es destacable porque no en todos los casos se trata de una deslocalización de las inversiones, sino del predominio de cierta modalidad en el proceso de inversiones debido, precisamente, a la creciente penetración en los mercados de los países del G-7 de capitales de otros países del propio grupo y sin duda a la presión que marcan algunos nuevos competidores, como los tigres asiáticos.

La disminución del empleo en las manufacturas se ha acompañado de un aumento en el desempleo, sobre el que se ha insistido en diversos momentos, pero también de una reducción en los salarios. Según cálculos del Banco de Pagos Internacionales, el costo unitario del trabajo en el Grupo de los Diez disminuyó en 1994 en 2.1%, mientras en 1995 se redujo en 0.8%. En Estados Unidos se producen también reducciones.⁴²

⁴² Las reducciones en Estados Unidos son de 1.3 y 0.6% en 1994 y 1995, respectivamente. También Japón y Alemania registran descensos en estos dos años. Véase Bank of International Settlements, *66 Annual Report*, Basilea, 1996, p. 25.

CUADRO 6
Grupo de los siete: empleo en las manufacturas,
por sector, 1970-1993
(Miles)

<i>Sector</i>	<i>1970- 1975</i>	<i>1975- 1980</i>	<i>1980- 1985</i>	<i>1985- 1990</i>	<i>1990- 1993^a</i>	<i>1970- 1996 (%)</i>
Química y farmacéutica	-197	-67	-243	-2	-31	-540
Instrumentos científicos	9	83	-119	303	-168	108
Imprenta y publicidad	-7	195	115	305	-75	533
Total de alta calidad	-195	211	-247	606	-274	101
Proceso alimenticio	-103	-20	-274	156	34	-207
Fabricación de productos metálicos	-252	18	-318	153	-183	-582
Productos de madera y papel	-187	34	-551	126	-183	-761
Maquinaria eléctrica ¹	-302	394	332	-374	-307	-257
Maquinaria no eléctrica ²	-228	352	-522	195	-402	-605
Total de media calidad	-1 072	778	-1 333	256	-1 014	-2 412
Equipamiento de transporte ³	217	211	-370	6	-372	-308
Textiles y ropa	-961	-663	-1 088	-656	-164	-3 532
Caucho y productos plásticos	112	195	43	367	-53	664
Productos minerales no metálicos	-99	-76	-333	-1	-130	-639
Metales ferrosos	-197	-311	-839	-220	-147	-1 714
Metales no Ferrosos	-85	6	-141	-10	-36	-266
Total de baja calidad	-1 013	-638	-2 728	-514	-902	-5 795
Otros sectores	-31	-8	-473	299	29	-184
<i>Todas las manufacturas</i>	<i>-2 311</i>	<i>343</i>	<i>-4 781</i>	<i>647</i>	<i>-2 188</i>	<i>-8 290</i>

^a 1990-1992 y 1970-1992 por Germany y United Kingdom.

¹ Incluye equipo de oficina y computadoras y máquinas eléctricas.

² Incluye equipo de comunicación y semiconductor.

³ Incluye construcción y reparación aeroespacial y de vehículos terrestres.

Fuente: UNCTAD, *Trade and Development Report 1995*, p. 136.

El débil crecimiento de la actividad económica, la reducción del empleo en ramas manufactureras que ocupaban un lugar significativo en las relaciones interindustriales y otras que se vinculaban a la expansión de la demanda y del gasto, así como la propia reducción relativa en los salarios son el resultado de la misma apertura de las economías y de los procesos de liberalización y desregulación. Como se advertía en otro trabajo, la apertura vista desde el lado del comercio y la producción intensifica en efecto la competencia, pero entre estructuras productivas con diverso nivel de desarrollo. Las grandes empresas compiten con sus homólogas de otros países pero en el mismo mercado, vale decir por ejemplo Estados Unidos. La evolución de las técnicas se acelera, pero también la inversión que permite la modernización pero no necesariamente la ampliación de la capacidad de producción. Por último, si agregamos que las empresas deben operar en mercados en que los tipos de cambio están en constante movimiento y las condiciones de la competencia pueden obligar a realizar inversiones en equipos e infraestructura que impliquen el manejo de una canasta de divisas, cuando además el crédito ha sido alto en términos reales, el resultado es el incremento en las colocaciones financieras y la realización de muy diversas operaciones de compras entre empresas, creciendo las denominadas compras hostiles.

El proceso de compras forzadas en la economía estadounidense, pero también en otras de los países de la OCDE, se acelera, sin duda, desde la segunda mitad de los años ochenta. Como lo establecimos en otro trabajo, la recesión de los años 1982-1984, primero, y el *crack* de 1987 después, impulsaron el proceso de compras y fusiones.⁴³ Además de las operaciones de traslado de la propiedad de activos, la inversión bruta fija no residencial se mantenía con un débil crecimiento. Sin embargo, como actualmente se conoce, no se trata de un proceso del pasado. Las

⁴³ Véase Gregorio Vidal, "La economía norteamericana: recesión e inestabilidad financiera", *Investigación Económica*, núm. 199, México, Facultad de Economía, UNAM, enero-marzo de 1992, pp. 183-208.

adquisiciones hostiles se han multiplicado en comunicaciones, fabricación de aeronaves, industria química, producción de alimentos, bebidas y, por supuesto, en todo el sistema financiero.

En particular, en 1996 el proceso de fusiones se aceleró. En ese año se dio la de las empresas farmacéuticas suizas Ciba-Geigy AG y Sandoz AG, por un monto de 36 300 millones de dólares.⁴⁴ Además, el gigante de la construcción de aeronaves, Boeing Co., compró la segunda empresa estadounidense de la rama, McDonnell Douglas Corp., para enfrentar la competencia del gigante europeo Airbus. Entre las compañías de radio y televisión la mayor de las fusiones fue entre US West Media Group y Continental Cablevision Inc., por 11 800 millones de dólares. Durante 1996, otras fusiones se han dado entre empresas de televisión, prensa escrita y producción y distribución cinematográfica. En telecomunicaciones, en aseguradoras, en servicios públicos también se produjeron fusiones.

Algunos cambios en la legislación también han creado condiciones para diversas fusiones. Por ejemplo, en 1992 la Ley de Energía aprobada en Estados Unidos abrió la puerta al mercado de los servicios públicos. En 1995 la eliminación de normas que prohíben a las empresas de redes de televisión participar en el negocio de la sindicación permitió que Disney comprara a ABC. Actualmente, la discusión en Europa sobre las condiciones en que opera la televisión por satélite y los términos en que lo hace la televisión cerrada o de paga será otro impulso para el proceso de fusiones. El hecho es que en 1996 las fusiones y compras hostiles superaron los 1 000 millones de dólares, encabezadas —como se advirtió— por la fusión de Ciba-Geigy y Sandoz.

Antes, durante la segunda mitad de los años ochenta los mercados de bonos chatarra, las operaciones de renegociación de la deuda de los países de América Latina y la propia especulación por

⁴⁴ Esta fusión superó la más grande de los años previos, cuando RJR Nabisco Inc. compró a Kohlberg Kravis Robert & Co., por un monto de 26 400 millones de dólares en 1989.

los continuos movimientos en los tipos de cambio, permitieron la acumulación de nuevas o renovadas fortunas.⁴⁵ La inestabilidad financiera se mantenía, así como el ambiente que volvía difícil la inversión para ampliar la capacidad de producción.

Como destacamos en otro trabajo, en toda crisis de regulación del capitalismo hay dos grandes fases. En lo que toca a la restructuración del capital estas fases atraviesan por dos grandes movimientos. Durante el primero, la internacionalización del capital cobra impulso, permitiendo que diversos capitales alcancen cuantiosas ganancias de las operaciones en el exterior. Las inversiones se realizan sobre la base del tejido tecnológico que hasta ese momento estaba vigente y en muchos sentidos el patrón de reparto de los mercados en escala internacional apenas comienza a cuestionarse. En el segundo lo sustantivo es la modificación de los campos en que operan los consorcios.

Los capitales reducen los espacios en que actúan, en otras ocasiones limitan la magnitud de sus operaciones, otros redefinen sus vínculos tecnológicos y financieros. Es el movimiento en que se acentúa el proceso de fusiones. De hecho se constata que mediados por grandes olas especulativas se están gestando nuevas unidades productivas que en un punto no sólo tendrán una magnitud superior, sino también darán cuerpo a una nueva estructura rama a rama del capital.⁴⁶

Las condiciones en que se dan estas fusiones, además de generar nuevos consorcios, redefinen la articulación rama a rama del capital. Pero a la vez forma parte de un proceso de competencia

⁴⁵ Las condiciones generales en que se desarrolla el proceso de fusiones entre grandes corporaciones durante gran parte de los años ochenta lo exponemos en "Crisis y reestructuración del capital", *Economía: Teoría y Práctica*, núm. 10, México, Universidad Autónoma Metropolitana, 1987. En particular en el apartado: La centralización del capital.

⁴⁶ Gregorio Vidal, "Las fases de la crisis y los movimientos en la restructuración del capital", *Memorias del Congreso Internacional sobre Regulación Económica*, Barcelona, Universidad Autónoma de Barcelona y Universidad de Barcelona, junio de 1988, pp. 9513-9514. El mismo artículo también se publicó en *Estrategia, desarrollo y política económica*, Serie Investigación 1, México, Departamento de Economía, Universidad Autónoma Metropolitana- Iztapalapa, 1989, pp. 305-320.

que empuja hacia la racionalización del capital. Las inversiones de racionalización son aquellas que realizan las empresas para sobrevivir a la competencia en los mercados, tanto del país como internacionales, precisamente por la presencia en estos territorios de otras empresas. Implican incorporar nuevos equipos, volver más intensos los procesos laborales, cerrar algunas fábricas, desplazar parte de los trabajadores y realizar diversas descolocaciones. Las empresas llevan a cabo estas inversiones considerando una gran incertidumbre sobre precios y costos y en muchos casos con cierta reducción de la demanda. Pero además deben contender con el errático comportamiento de las tasas de interés y los tipos de cambio.⁴⁷

Por otro lado, las fusiones no son exclusivas de las economías desarrolladas. Como se destacó en páginas previas, en América Latina las compras de empresas en operación e incluso las fusiones se han relacionado con el proceso de privatizaciones. Sin embargo, no se circunscriben al mismo. En producción de alimentos, bebidas, industria química, comunicaciones, comercio y servicios financieros también se han dado varias operaciones de traslado de la propiedad de los activos. Así, una parte de los recursos financieros que ingresan a la región lo hace para participar en estos procesos, sea directamente o en los mercados secundarios. Este hecho agrega otra fuerza positiva al creciente proceso de inestabilidad financiera.

De esta manera, los numerosos agentes económicos que operan en los mercados internacionales continúan privilegiando las colocaciones financieras. Incluso, los recursos destinados a la inversión en activos están seriamente comprometidos con la compra de activos preexistentes —es decir, compañías con un sitio en ciertos mercados— o en el mejor de los casos con inversiones de

⁴⁷ Véase Gregorio Vidal, “La economía norteamericana: recesión e inestabilidad financiera”, *Investigación Económica*, núm. 199, México, Facultad de Economía, UNAM, enero-marzo de 1992, pp. 183-208. También puede consultarse Gerard de Bernis, “Economía mundial: las contradicciones de la crisis”, Grenoble, Universidad de Ciencias Sociales, mimeo.

racionalización. Como destacara Keynes hace más de 50 años, cuando la economía capitalista conocía otra crisis de regulación:

Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal.⁴⁸

Los ingresos de capital a América Latina son parte de esa corriente especulativa. La ampliación de la capacidad de producción no puede realizarse y en su caso las empresas son presa de ataques especulativos o deciden participar en operaciones de fusión. La trampa del mercado exterior implica desarticular el crecimiento de ciertas compañías y las condiciones de distribución del ingreso en los países latinoamericanos, de por sí marcados por mercados altamente segmentados. El fetiche de la liquidez continúa reinando, olvidando que para la comunidad en su conjunto, como nos lo advirtiera Keynes, no obstante derivados e innovación financiera, la inversión no puede ser líquida.⁴⁹

⁴⁸ John Maynard Keynes, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica, 1970, p. 145.

⁴⁹ *Ibid.*, p. 142.

SEGUNDA PARTE

GLOBALIZACIÓN
E INNOVACIÓN FINANCIERA

GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y MERCADOS CONTESTATARIOS

*Alicia Girón**

INTRODUCCIÓN

¿Cómo explicar la globalización financiera y el riesgo en que incurren los mercados ante el quiebre de las industrias bancarias? ¿Cómo se organiza la industria bancaria para competir con los mercados nacionales e internacionales? ¿Qué es lo que determina la competencia de los mercados nacionales frente a los mercados abiertos? ¿Resuelven la integración y la globalización el riesgo de las organizaciones financieras?

Ahora bien, durante el último cuarto del siglo XX el proceso de internacionalización y transnacionalización financiera se vio concretado en los flujos financieros provistos por el mercado de eurodólares por medio de la banca comercial de los principales bancos estadounidenses, alemanes, japoneses y franceses, fundamentalmente. Después la crisis de la deuda externa y la competencia entre los intermediarios financieros así como la bursatilización y la mayor participación de los mercados de valores en los diferentes servicios financieros hicieron posible la participación de un

* Investigadora Titular del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México, miembro del Sistema Nacional de Investigadores y responsable del Proyecto Deuda Externa, Innovación Financiera y Regionalización de los Sistemas Financieros (Retos del Financiamiento para el Desarrollo), financiado por la Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA). La autora agradece la participación de José Martín Guerra, becario de maestría del proyecto y profesor de la Facultad de Ingeniería de la UNAM.

mayor número de agentes en el mercado financiero. Si bien hay un declive en la participación de la banca comercial en escala internacional, por otro lado la competencia frente a otros intermediarios financieros se vuelve cada vez mayor. La lucha por abrir mercados cerrados y el proceso de desregulación y liberalización financiera presionan constantemente a las instituciones bancarias a ser más competitivas. La supervisión de los bancos grandes, medianos y pequeños, y en particular de las actividades bancarias en cada empresa financiera consisten en la estabilidad del sistema financiero cuya función es de primordial importancia y de garantía global para todo el sistema internacional.

Para entender este proceso es necesario abordar varios aspectos. Primero, los procesos que caracterizan las transformaciones del sistema financiero internacional; segundo, la influencia de los procesos de desregulación y liberalización de los sistemas financieros, así como de la bursatilización de los títulos, en los países deudores; tercero, las características del proceso de endeudamiento externo de la región latinoamericana, y por último con la crisis financiera en México en el marco de las transformaciones que han sufrido los mercados internacionales y el efecto de la innovación financiera.

TRANSFORMACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Desde la posguerra, cuando se crean el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, se establecen los criterios básicos del sistema monetario internacional y con ello las bases de una infraestructura global para permitir la expansión de la moneda hegemónica, el dólar. Los tipos de cambio fijo, las balanzas de pagos estables y el uso del dólar como reserva internacional con una equivalencia fija frente al oro fueron los lineamientos que prevalecieron hasta 1971. Sin embargo, al mismo tiempo se inicia-

ron ciertos cambios como resultado de las contradicciones inherentes de la expansión monetaria y del comercio internacional. Entre los cuáles cabe mencionar: 1] la flexibilización de los tipos de cambio; 2] la inestabilidad y los movimientos especulativos; 3] el fraccionamiento del sistema monetario internacional; 4] el auge de liquidez; 5] la trasnacionalización de la liquidez, y 6] la privatización del sistema monetario internacional.

La política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos y su influencia en la determinación de las políticas monetarias nacionales mediante la tasa de fondos federales por sus operaciones de mercado abierto, han marcado etapas importantes en los movimientos de los flujos de capital en escala internacional no sólo en los provenientes de la banca transnacional sino en la propia necesidad de sus bancos comerciales por competir internamente por espacios nacionales e internacionales y por elevar sus ganancias en ambos mercados.

DESENVOLVIMIENTO DE LOS MERCADOS INTERNACIONALES

Las innovaciones financieras internacionales, la globalización y las transformaciones en los mercados financieros han cambiado la naturaleza y el destino de los flujos financieros y llevado al desenvolvimiento de algunos mercados de capital en las economías de mayor desarrollo relativo, a las que ahora se denominan mercados emergentes. Tales modificaciones estuvieron acompañadas y fueron impulsadas por cambios tecnológicos y regulatorios, configurándose una estructura de mercado, de circulación y operación de flujos financieros automatizada, en la que la nueva tecnología de computación y los modernos sistemas de telecomunicaciones permiten realizar operaciones simultáneas entre diferentes mercados. Los cambios tecnológicos han influido en la oferta de dinero, pues no solamente es el que se representa en billetes sino también

de manera electrónica. Por tanto, los movimientos por medio de las redes electrónicas como Internet han desarrollado productos financieros muy sofisticados. Así, prácticamente se han eliminado las barreras de tiempo, espacio o especificaciones de mercado.¹

En el comercio de capitales emergen nuevos instrumentos financieros de diversos tipos y agentes que incluyen las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de sus movimientos financieros, por lo que el mercado de capital ha tenido que enfrentarse a la llamada “revolución financiera”, junto con crisis sucesivas que han profundizado la competencia entre mercados e intermediarios bancarios y no bancarios con base en la diversificación de los servicios.

Un mercado global totalmente fluido y eficaz, en términos de liquidez y costos, sustituye a los mercados financieros reglamentados. Se trata, pues, de la diversificación y expansión de las fuentes y usos de fondos financieros, del estímulo al desarrollo de los mercados de valores, de la titularización de los activos financieros. Expresión básica de estos cambios es la figura de banca universal, que además de los servicios tradicionales, ofrece manejo de cartera de inversión, futuros, coberturas, etcétera.

Asimismo, un proceso que concurre con lo referido hasta aquí es el cambio en la naturaleza de los flujos financieros. Hasta antes de 1982, más de 80% de los flujos financieros recibidos por los países subdesarrollados fueron préstamos bancarios, y ahora sólo son alrededor de 20%; los financiamientos por medio de acciones u obligaciones remplazan las líneas de crédito bancarias, con toda una diversidad de instrumentos de alta liquidez y de alto riesgo. Las fuentes de capital o agentes del proceso de globalización son ahora los inversionistas institucionales, las compañías de seguros, los fondos de pensión y mutuales, los bancos de inversión, que dirigen una parte importante de sus carteras de inversión a los mercados emergentes.

¹ Véase por ejemplo, *El proceso de globalización financiera en México*, México, Bolsa Mexicana de Valores, 1992.

Así, la afluencia de flujos de capital de corta maduración hacia los mercados emergentes se elevó de manera extraordinaria de fines del decenio de los ochenta a los primeros años del de los noventa. Estos mercados se convirtieron en fuentes de inversión con atractivos rendimientos, aprovechando la liquidez y las oportunidades de arbitraje y de diversificación de las carteras de inversión y de los inversionistas institucionales como fondos de pensiones y mutuales, compañías de seguros, casas de corretaje y bancos de inversión.

Por otra parte, la menor rigidez en la circulación de los capitales, así como el potencial intrínseco de una gran inestabilidad del sistema, prefiguran condiciones de volatilidad, en donde el papel de la liberalización financiera, la innovación y la competencia, aparecen en el origen de la fragilidad e inestabilidad de los mercados financieros, acentuadas en los primeros años de los noventa con las corrientes de capital hacia los mercados emergentes y que presentan las siguientes características:

1] Se canalizan al sector privado como inversión extranjera directa.

2] Las inversiones de cartera en bancos y acciones se canalizan de forma directa o indirecta por medio de los “American Depositary Receipts” (ADR) o de inversiones de capital en fondos de inversión o fondos accionarios de países con mercados de capital relativamente desarrollados.

3] Los grandes conglomerados del sector privado han comenzado a recuperar y consolidar su acceso al mercado de eurobonos.

4] El sector financiero registra un mayor flujo neto de depósitos en los bancos comerciales y otras instituciones financieras.

5] El retorno de capitales fugados.

Estas características colocaron al subcontinente latinoamericano como una de las regiones de mayor desarrollo y recepción de los flujos de capital de corta maduración. Por ello estas grandes

corrientes brutas de capital en países como México, Argentina, Brasil y Chile, particularmente, se explican en gran medida por la reducción relativa de la carga de la deuda externa, la liberación comercial y de los mercados financieros nacionales, las menores restricciones a la adquisición de activos por extranjeros, así como por la repatriación de capitales fugados.

Esta afluencia creció de manera importante a fines de los ochenta y los primeros años noventa. La modificación estructural de los mercados financieros nacionales, así como de las condiciones monetarias internas, fomentaron la interdependencia de las tasas de interés y el tipo de cambio frente a la creciente dependencia de los flujos externos de capital. Como contraparte de lo señalado, durante el periodo se observa el arraigo del deterioro de los niveles de bienestar y del crecimiento económico de los países de la región, sin que se haya logrado avanzar en una solución de largo alcance al problema del endeudamiento externo. También en estos años se acentúa la incertidumbre en los mercados financieros, estimulada por la alta volatilidad de los tipos de cambio y las tasas de interés, así como los instrumentos financieros de alta liquidez.²

Como se observa, la afluencia neta de recursos privados y públicos durante el periodo 1980-1990 fue significativamente inferior a la de los primeros años de la década de los noventa, donde destacan las crecientes afluencias de capital privado hacia América Latina. México recibió flujos netos de capital privado por alrededor de 84 900 millones de dólares de 1991 a 1994, frente a la región latinoamericana (en su conjunto) y Brasil que captaron 50 200 y 306 000 millones de dólares, respectivamente, durante el mismo periodo; destaca, sin embargo, que en 1995 Brasil recibe recursos privados netos por 32 000 millones de dólares, cifra superior a la del periodo 1991-1994. En 1995, para México la tendencia se invierte, al reducirse los flujos privados, que incluso son negativos

² Véase, por ejemplo, A. Carlos Roza, "Devaluación y globalización financiera", *El Cotidiano*, núm. 70, julio-agosto de 1995.

CUADRO 1
Ingresos de capital a América Latina.
Flujos de capital a Asia y América Latina, 1980-1990 y 1991-1995
(Miles de millones de dólares)

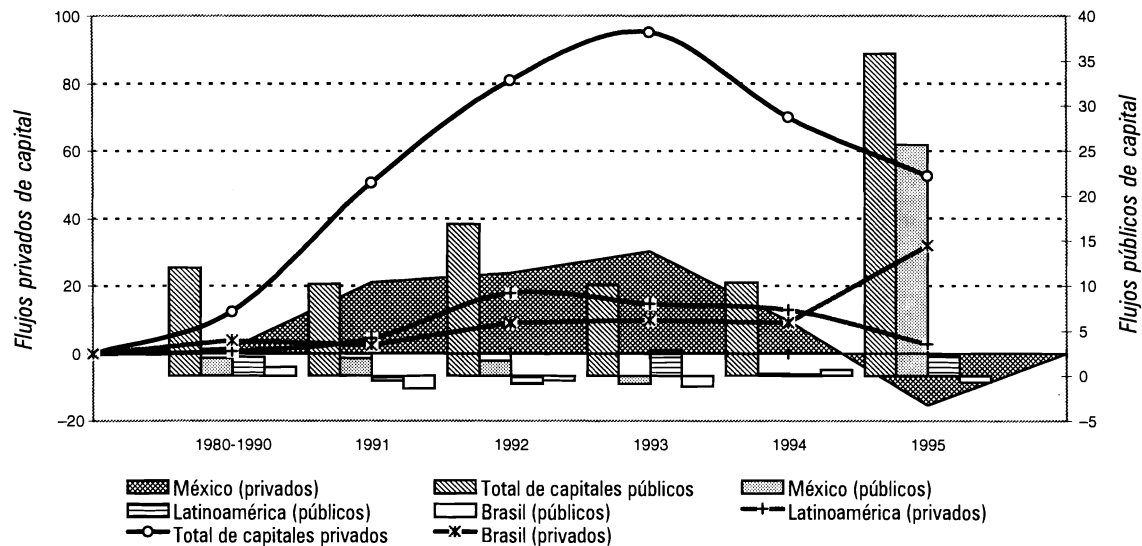
	1980-1990	1991	1992	1993	1994	1995
Capitales privados netos						
<i>Total/</i>	<i>12.4</i>	<i>50.7</i>	<i>80.9</i>	<i>95.2</i>	<i>70.0</i>	<i>52.6</i>
China	1.9	-1.9	11.7	7.8	16.4	-1.4
Asia	4.4	24.5	18.3	32.4	22.0	34.7
Brasil	3.8	2.5	9.1	9.9	9.1	32.0
México	1.7	21.0	23.9	30.3	9.7	-15.4
América Latina	0.6	4.6	18.0	14.7	12.9	2.7
Capitales públicos netos						
<i>Total/</i>	<i>12.0</i>	<i>10.2</i>	<i>16.9</i>	<i>10.1</i>	<i>10.4</i>	<i>35.8</i>
China	1.2	2.9	5.4	5.6	7.5	6.2
Asia	5.7	7.2	11.1	3.6	3.1	2.3
Brasil	1.0	-1.4	-0.5	-1.2	0.7	-0.7
México	2.0	2.0	1.7	-0.9	0.3	25.7
América Latina	2.1	-0.5	-0.9	2.9	0.2	2.3

FUENTE: FMI e Instituto de Finanzas Internacionales.

por 15 400 millones de dólares, frente a los 25 700 millones de dólares de flujos públicos netos, producto éstos del paquete de rescate negociado después de la crisis devaluatoria de diciembre de 1994 (véanse el cuadro 1 y la gráfica 1).

El estudio del desenvolvimiento del sistema financiero y el endeudamiento externo, así como la crisis de México iniciada a finales de 1994 y cuyo desenvolvimiento ha implicado varias acciones conjuntas de diferentes actores, como el Fondo Monetario Internacional, la banca trasnacional, el Banco de Pagos Internacionales y la Reserva Federal de Estados Unidos, presentan con toda claridad el cambio en las transformaciones del sistema financiero internacional.

GRÁFICA 1
Ingreso de capitales públicos y privados a México y América Latina
(Miles de millones de dólares)



FUENTE: Elaborada con base en el cuadro 1.

PROCESOS DE DESREGULACIÓN Y LIBERALIZACIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS Y BURSATILIZACIÓN DE LOS PAÍSES DEUDORES

En el marco de los movimientos de capital el colapso de grandes, medianos y pequeños bancos tienen a lo largo de la historia contemporánea del capitalismo una significación muy importante en el campo de la teoría económica, el ciclo económico, la competencia entre los mercados financieros nacionales y entre las diversas regiones del mundo. Las recientes quiebras bancarias en Japón, Escandinavia y América Latina (México, Argentina y Venezuela) quizás son las más sobresalientes del actual decenio. Sin embargo, no debe olvidarse la quiebra bancaria en Estados Unidos durante los ochenta, que le costó a la Reserva Federal más de 150 000 millones de dólares, ni el colapso financiero de los años treinta, cuando más de mil bancos se declararon en bancarrota.

Las crisis bancarias plantean cuestionamientos como los siguientes: ¿A qué se deben las crisis bancarias? ¿Corresponden estas crisis al entorno macroeconómico de los países? ¿Quiebran los bancos por su baja rentabilidad o creciente cartera vencida? ¿Por qué se presentan periodos de crisis generalizadas? Esto con la finalidad de resaltar que dichas crisis son parte de los procesos de desregulación y liberalización financiera, los cuales carecen, sin embargo, de supervisión prudencial y de una mayor regulación por parte de los bancos centrales.

La competencia de los bancos con otros intermediarios financieros y la pérdida de importancia del papel que la banca comercial había desempeñado tradicionalmente, el incremento de las operaciones fuera de balance (*off-balance-sheet*) y la participación de nuevos instrumentos financieros están llevando a cuestionar si dicha industria está en declive o si sus funciones están cambiando.³

³ The 30th Annual Conference on Bank Structure and Competition, organizada en mayo de 1994 por la Reserva Federal de Chicago, se dedicó al tema ¿The Declining Role of Banking?

En realidad, el resultado de las crisis bancarias es resultado de la mayor competitividad de los servicios que ofrecen los intermediarios financieros en mercados altamente integrados, así como de la mayor participación de los intermediarios no bancarios. Es importante mencionar que el proceso de desintermediación inducido por la competencia ha provocado una tendencia a la “disminución de operaciones tradicionales que integran los balances de los bancos, los recortes de costos y la consolidación de las operaciones bancarias mayoristas, así como a la expansión de las actividades bancarias que no figuran en sus balances. Habida cuenta de la ininterrumpida pérdida de participación de los bancos en los pasivos de las sociedades anónimas, se ha elevado rápidamente la de los fondos de inversión y del papel comercial.”⁴ A lo anterior hay que agregar la búsqueda de instrumentos más rentables en mercados de valores crecientes y la disminución de la tendencia de los créditos concedidos por la banca comercial en el entorno mundial.⁵

La solidez de un sistema bancario es resultado de políticas macroeconómicas y estructurales que permiten una estrecha correlación con el sistema financiero. En América Latina los procesos de desregulación financiera no han sido muy exitosos, precisamente porque no se ha tenido la visión para establecer una política macroeconómica que posibilite la liberalización del sector financiero sin desestructurar el sistema bancario. Ejemplo de ello han sido Chile⁶ a principios de los ochenta, y Venezuela, México y Argentina en años recientes.

Los cambios sistemáticos en la regulación expresan, por ejem-

⁴ Fondo Monetario Internacional, *International Capital Markets*, Washington, septiembre de 1992.

⁵ “Informe del FMI examina la restructuración de los mercados internacionales de capital”, *Boletín del FMI*, 16 de noviembre de 1992.

⁶ Carlos Díaz-Alejandro, “Adiós represión financiera ¡Qué tal, crack financiero!”, en Catherine Mansell Carstens, *Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina. Selección de textos*, México, Banco Interamericano de Desarrollo y Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1995.

plo en el caso de la banca comercial, la menor importancia relativa de ésta en la oferta de créditos, ante una mayor participación de los mercados de valores y los servicios de corretaje en el proceso de financiamiento. Dicho proceso está acompañado por una mayor segmentación de los mercados financieros, la desregulación financiera en escala mundial y la competencia entre las instituciones financieras. La disminución de la deuda contratada con la banca comercial internacional y el aumento de los créditos vía la emisión de valores promueven el cambio de los métodos tradicionales de financiamiento.

En este entorno se establece una modificación estructural de los mercados financieros nacionales, así como de las condiciones monetarias internas, fomentando la interdependencia de tasas de interés y tipo de cambio y la dependencia creciente de los flujos externos de capital. También en estos años se acentúa la incertidumbre en los mercados financieros, estimulada por la alta volatilidad de los tipos de cambio, las tasas de interés y los niveles de liquidez.⁷

La hipótesis teórica en que se inscribe la inestabilidad financiera es vista como el conjunto de procesos que genera una brecha entre las variables económicas en el transcurso del tiempo real. Los resultados de las múltiples interacciones de mercado son en su mayoría estables, pero con el tiempo forman parte del efecto acumulativo de los procesos de interacción generados por las turbulentas condiciones, así como por la incoherencia de los procesos de desregulación financiera y la política macroeconómica. Estas interacciones reflejan la característica esencial de la economía capitalista que es simultáneamente un sistema que genera ingreso y un sistema financiero de activos determinados en el mercado.

⁷ El enorme arribo de corrientes brutas de capital en países como México se explica en gran medida por la reducción de la carga de la deuda externa, la liberación comercial y los mercados financieros nacionales, las menores restricciones para la adquisición de activos por extranjeros, así como la repatriación de capitales fugados.

CONSECUENCIAS DE DICHAS TRANSFORMACIONES: AMÉRICA LATINA

En el entorno de las transformaciones en la naturaleza y funcionamiento del escenario financiero mundial, así como de las consecuencias de la implosión del fenómeno de la deuda externa, desde los primeros años de la década de los ochenta, los gobiernos de los países de la región latinoamericana y otros del mundo en desarrollo se aplicaron en la puesta en práctica de políticas económicas en las que se dio prioridad al cumplimiento puntual de sus compromisos financieros y, también, a las transformaciones macroeconómicas, para modificar las estructuras económicas y el perfil productivo de manera acorde con la necesidad de generar excedentes derivados ya sea de los saldos comerciales favorables y/o de los ajustes fiscales. Ello, pues, para atender los compromisos financieros provenientes de las deudas acumuladas en años previos.

América Latina y el problema de la deuda externa

Así, en medio de los grandes procesos de transformación económica y financiera, los países de la región latinoamericana, en particular las economías de mayor desarrollo relativo, desde los primeros años de la década de los ochenta se constituyen en grandes exportadores de recursos, como resultado del insuficiente y casi nulo acceso a los mercados internacionales de capital, así como del servicio excesivo (pago de intereses y amortización de capital). En efecto, la transferencia negativa se constituye en un constante peso financiero que imposibilita el crecimiento y desarrollo de la región, amén de que el sacrificio recae sobre los sectores más desprotegidos de la población.

En 1980 la deuda externa de América Latina sumaba alrededor de 242 636 millones de dólares (en 1970 era diez veces inferior; cerca de 28 000 millones de dólares); sin embargo, en 1990 era de

CUADRO 2
Deuda externa total desembolsada, 1980-1995
(Millones de dólares)

<i>Años</i>	<i>Argentina</i>	<i>%</i>	<i>Brasil</i>	<i>%</i>	<i>México</i>	<i>%</i>	<i>América Latina</i>	<i>%</i>
1980	27 157	11.19	70 838	29.20	57 378	23.65	242 636	100.00
1981	35 657	12.02	80 875	27.27	78 215	26.37	296 553	100.00
1982	43 634	13.08	92 903	27.85	86 019	25.79	333 528	100.00
1983	45 920	12.69	98 269	27.17	92 966	25.70	361 727	100.00
1984	48 857	12.95	105 424	27.93	94 822	25.12	377 418	100.00
1985	50 946	13.06	106 148	27.20	96 867	24.82	390 209	100.00
1986	52 450	12.86	111 020	27.21	100 889	24.73	407 970	100.00
1987	58 458	13.16	122 324	27.53	109 469	24.64	444 353	100.00
1988	58 741	13.65	119 344	27.73	99 213	23.05	430 360	100.00
1989	65 257	15.31	115 905	27.19	93 838	22.02	426 205	100.00
1990	62 233	13.95	121 465	27.22	104 450	23.41	446 221	100.00
1991	65 396	14.21	122 445	26.61	114 064	24.79	460 154	100.00
1992	68 339	14.42	130 546	27.55	112 227	23.68	473 883	100.00
1993	70 566	14.10	145 438	29.05	118 469	23.67	500 594	100.00
1994	77 387	14.61	151 104	28.53	128 302	24.22	529 676	100.00
1995	85 098	14.83	157 397	27.43	158 298	27.58	573 905	100.00

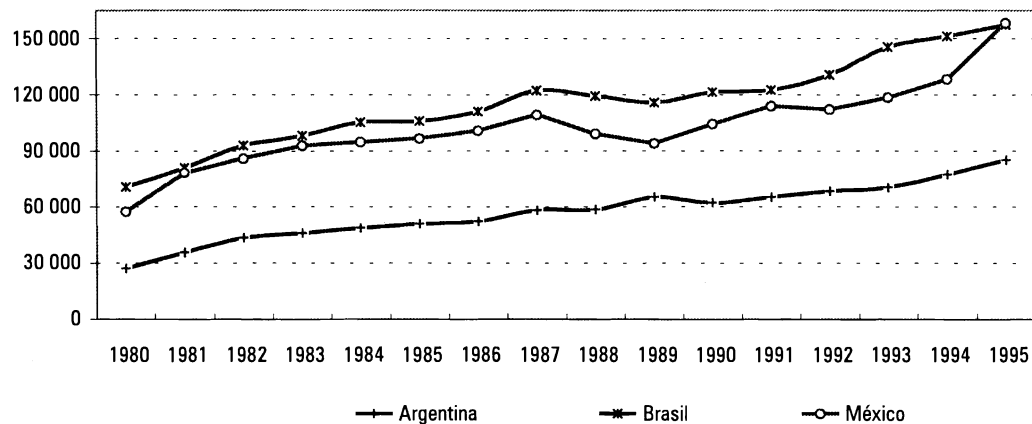
FUENTE: BID, *Progreso económico y social en América Latina. Informe anual 1992*, p. 112; 1993, p. 108 y 1996, p. 408.

alrededor de 446 221 millones de dólares (83.4% superior) y en 1995 creció 28.6% más respecto a la de inicios del actual decenio, al contabilizar alrededor de 673 905 millones de dólares.

Al incremento sustantivo de la deuda externa se agrega su enorme servicio, que en el periodo 1980-1994 alcanzó la extraordinaria cifra de 782 882 millones de dólares, cifra por mucho superior al saldo actual acumulado que para 1996 se estima en alrededor de 620 000 millones de dólares. Cabe mencionar que Argentina, Brasil y México (según el cuadro y la gráfica 2), en 1980 representaban 64.04% y 69.84% de la deuda desembolsada en 1995.

El servicio de la deuda externa, junto con las políticas de estabilización (de corto plazo) se constituyeron a partir los ochenta en un enorme factor de inestabilidad económica y de desequilibrio de los grandes agregados macroeconómicos (empleo, ingreso,

GRÁFICA 2
Deuda externa total desembolsada, 1980-1995
(Millones de dólares)



FUENTE: Elaborada con base en el cuadro 2.

producción, consumo, ahorro, equilibrio externo, estabilidad de precios, etc.), así como de la imposibilidad de atender las necesidades mínimas de crecimiento económico para configurar condiciones de desarrollo y equidad.

En 1982 América Latina tenía una deuda externa acumulada de 333 528 millones de dólares (mdd) de las cuales más de 267 800 mdd eran deuda de largo plazo y 63 400 mdd de corto plazo (19.1% respecto del total), de lo que resultaba un pago del servicio por alrededor de 48 558 mdd, obtenidos éstos de las nuevas y crecientes disposiciones de crédito, representando el resto transferencias netas positivas por unos 2 140 mdd, cifra muy inferior a las transferencias netas de 1980 y 1981 por 21 455 mdd y 16 262 mdd, respectivamente. Así, para América Latina, a partir de 1983, y hasta el año de 1992, las transferencias negativas de recursos serían una constante significativa. En efecto, durante ese periodo las transferencias netas negativas representaron cerca de 151 708 mdd, es decir 1.05 veces el incremento de acervo total de la deuda, que pasa de 361 727 mdd en 1983 a 473 883 mdd en 1992. Por otra parte, el coeficiente deuda externa/exportaciones desciende de 303.2% en 1983 a 276.2 en 1992 y el coeficiente transferencias netas/exportaciones desciende también, al pasar de 41.9% en 1983 a 28.9 en 1992.

La evidencia de la crisis de la deuda se relaciona estrechamente con la caída relativa de los préstamos (y de los créditos sindicados) en los mercados internacionales, los cambios en la política económica estadounidense (fortalecimiento del dólar y repunte de las tasas de interés) y el descenso de las operaciones interbancarias en los primeros años de los ochenta. Así, a lo largo de la década de los ochenta y los primeros años de los noventa, el proceso del endeudamiento externo pasa por dos grandes etapas:

1] Desde los primeros años ochenta los países deudores se vuelven exportadores de capital hasta que finalizan las renegociaciones y se concluye con el Plan Brady.

2] El nuevo financiamiento vía endeudamiento se da por medio de la bursatilización y/o titularización.

En efecto, las sucesivas renegociaciones de la deuda de los países de la región en el decenio de los ochenta se enmarcan en el devenir de las transformaciones de los mercados financieros y en una modificación de la estrategia de los acreedores. Por un lado, el descenso de las operaciones interbancarias, fundamentalmente, y los créditos sindicados modificaron la dinámica del mercado internacional de capitales y con ello surge el crecimiento de la intermediación financiera no bancaria. Por otro lado la gestión bancaria de los pasivos regionales se dio vía el proceso de desregulación e innovación financiera, es decir, se creó un aprovisionamiento de reservas —por parte de la banca comercial— y nuevos instrumentos financieros, sobresaliendo la titulación con garantía, el desarrollo de mercados de futuros, los opciones de divisas y de tasas de interés (*swaps*), así como las operaciones fuera de balance. Así, para la segunda mitad de la década de los años ochenta la tendencia fue la de proceder a la “titulación” con garantía de parte de la deuda, la utilización de las técnicas *swaps* a fin de canalizar la inversión extranjera hacia la región con el beneficio del descuento y, en menor medida, utilizando la recompra de pasivos en el mercado secundario.

En los años ochenta se abre un proceso de reestructuración de la deuda caracterizado por un tipo de desarrollo muy diferente del de los años precedentes, pues se inicia el crecimiento de la economía bajo el impulso de la participación sostenida del sector privado. En contraparte, el comienzo de los noventa está marcado por el regreso al mercado internacional de capitales, ampliándose la deuda privada y la inversión de cartera.⁸

Así, en México durante el lapso que va del segundo semestre de 1989 a la crisis financiera de fines de 1994 se caracterizó por el retorno a los mercados internacionales de capital tanto del sector

⁸ Véase Alicia Girón, *Fin de siglo y deuda externa: historia sin fin. Argentina, Brasil y México*, México, Editorial Cambio XXI-IIEC, 1995, p. 61.

público como de los bancos comerciales y grandes conglomerados privados. Sin embargo, la deuda del sector privado, junto con la de la banca comercial y la banca de desarrollo, así como la deuda interna (de títulos indizados al tipo de cambio) del sector público propician nuevamente una crisis financiera de mayor profundidad y alcance que la de 1982.⁹ La deuda externa total mexicana crece en alrededor de 65 600 mdd de 1990 a 1995, al pasar de 104 400 mdd en 1990 a 169 900 mdd en 1995. De esta suma, a la banca comercial y el sector privado no bancario corresponden 51 600 mdd en 1995 y 53 800 mdd en 1996, en tanto que al sector público 100 900 mdd y 98 300 mdd, respectivamente. En adición al incremento del saldo total de la deuda externa, es importante el monto de 180 200 mdd por concepto de servicio de la deuda (pública y privada), durante los años transcurridos de la presente década (1990-1996).

También durante la década de los ochenta se constituyó el bloque acreedor Fondo Monetario Internacional-Banco Mundial-banca privada transnacional, como frente de negociación ante los países de la región latinoamericana, la cual se vio inmersa en un proceso de sucesivas renegociaciones de la deuda y en la generalización y ampliación de la práctica gubernamental de las políticas económicas de corte neoliberal.

El efecto restructurador se apreció en los cambios en la manera de operar de los mercados financieros nacionales, entre los que destacan: la desregulación de las tasas de interés; la simplificación de los controles del crédito y el encarecimiento de éste (inducido por el despliegue progresivo de las finanzas estatales vía las operaciones de mercado abierto del banco central en los mercados de dinero y capital); el incremento de los intermediarios financieros, con el avance de la desespecialización y la diversificación de éstos; la multiplicación de los instrumentos financieros y la remoción de

⁹ Véase, por ejemplo, J. Ángel Gurría Treviño, "Corrientes de capital: el caso de México", en Ricardo French-Davis y Stephany Griffith-Jones (comps.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*. Serie Lecturas, núm. 81, México, Fondo de Cultura Económica, 1995, pp. 253-293.

obstáculos a la expansión externa e interna de los intermediarios (verbigracia la operación de bancos y capitales nacionales en el euromercado y en los mercados financieros externos), y la “dolarización” de los flujos internos de capital.

Hacia fines de los ochenta y los primeros años noventa, el regreso a los mercados de capital y la creciente afluencia de capitales a las economías de la región, particularmente los países líderes en el proceso de reestructuración de sus economías internas, crece de manera extraordinaria, constituyendo fuentes de inversión con atractivos rendimientos, aprovechando la liquidez y las oportunidades de arbitraje así como la diversificación de las carteras de inversión institucionales, como los fondos de pensiones y mutuales, las compañías de seguros, las casas de corretaje y los bancos de inversión.

Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa

Las políticas económicas instrumentadas desde los primeros años ochenta en el conjunto de países de América Latina tienen su origen en la crisis financiera de la economía mexicana de 1982 y fundamentalmente en el diagnóstico oficial que se hace de ésta; en tal sentido, los programas de ajuste y de estabilización económica se presentaron como una estrategia (antinflacionaria) de corto plazo que se ha prolongado y profundizado durante todos estos años.

La política económica a partir de la crisis de endeudamiento tuvo como objetivo primordial establecer las reformas económicas propuestas por los gobiernos de los países deudores. Aunque en un principio se orientó a pagar un débito impagable porque no fue, como se pensaba, una “crisis de caja” en el transcurso de los años, a finales de los años ochenta dichas políticas económicas lograron cambios estructurales inimaginables. Los procesos de privatización de las empresas públicas y la liberación del comercio serían el lineamiento para sanear las finanzas públicas. El sector

público dejaría de ser la locomotora de la economía, papel que se trasladó al sector privado, pero también dicha política ocasionaría una deuda social difícil de solucionar.

La modalidad de funcionamiento, instrumentación y puesta en práctica de las políticas de ajuste y estabilización se planteó a partir de un criterio rector: la generación de los excedentes necesarios para el pago de la deuda, y su aprobación por parte de los prestatarios y sobre todo de Estados Unidos, amén de las definiciones con respecto a la estructura y montos del ingreso y del gasto público. Por ello se plantea que

la obtención de las divisas suficientes como para que los excedentes generados tomen la forma bajo la cual el pago de la deuda debe ser cubierto, ha implicado el priorizar tanto el logro de superávit comercial como la atracción de capitales extranjeros, cuestiones ambas que han servido de sustento a la apertura externa indiscriminada y a la integración sin restricciones de las economías de la región al mercado mundial.¹⁰

La instrumentación de las políticas de ajuste y las transformaciones propiciadas por ésta, que acentúan y contribuyen a las transformaciones del perfil productivo y a la destrucción de las bases productivas nacionales es el rasgo de los programas de ajuste.

En efecto, las repercusiones de la drástica conversión de América Latina en exportador neto de capitales se reflejan directamente en sus posibilidades de crecimiento económico, pero también en una profunda transformación de sus economías nacionales cada vez más subsidiarias y dependientes del acontecer de la economía mundial. Transformaciones promovidas también por las políticas económicas impuestas a los países de la región que buscan, entre otras cosas, garantizar el máximo de recursos para el servicio de la deuda.

¹⁰ Véase Jaime Estay Reyno, *Pasado y presente de la deuda externa de América Latina*, México, IIEC-Benemérita Universidad Autónoma de Puebla, 1996, p. 170.

CUADRO 3
Deuda externa de América Latina según plazo de vencimiento
(Miles de millones de dólares)

<i>Años</i>	<i>Corto plazo</i>	<i>%</i>	<i>Largo plazo</i>	<i>%</i>	<i>Total</i>	<i>%</i>
1980	44.1	19.1	187.1	81.0	231.1	100
1981	49.6	17.2	238.2	82.8	287.8	100
1982	63.4	19.1	267.8	80.9	331.2	100
1983	47.1	13.7	297.3	86.3	344.4	100
1984	37.1	10.3	322.3	89.8	359.0	100
1985	29.7	8.0	338.1	91.6	369.0	100
1986	47.9	12.6	332.9	87.4	380.9	100
1987	55.3	13.2	362.6	86.8	417.9	100
1988	60.5	14.6	355.2	85.5	415.6	100
1989	63.1	15.1	354.8	84.9	417.9	100
1990	74.6	17.1	362.5	82.9	437.1	100
1991	86.3	19.1	366.4	81.0	452.6	100
1992	92.0	19.4	381.3	80.6	473.3	100
1993	95.6	18.9	411.3	81.1	506.9	100
1994	103.8	18.9	444.1	81.1	547.9	100
1995	107.5	18.1	487.1	81.9	594.6	100
1996*	113.8	18.6	497.6	81.4	611.3	100
1997*	118.8	18.7	516.4	81.3	635.2	100

* Estimaciones.

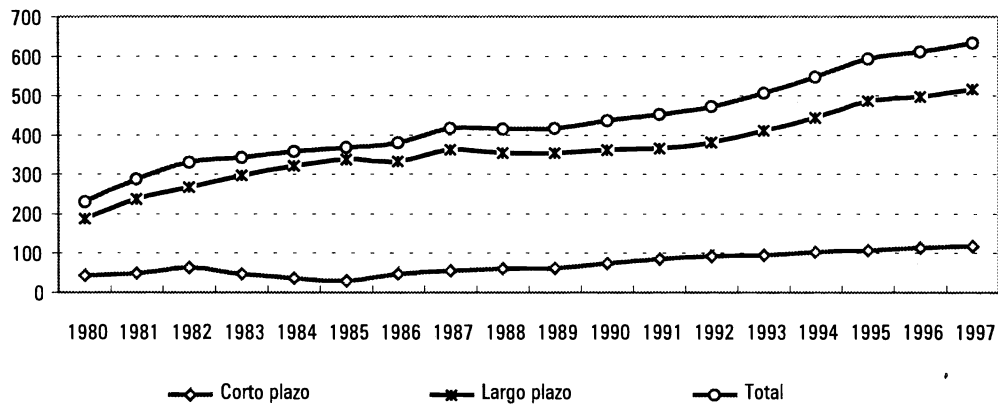
FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, 1991, p. 153; 1994, p. 165, y 1996, p. 189.

SOBRE EL CASO MEXICANO

La actual coyuntura de la deuda externa de la región (particularmente de México) perfila una nueva etapa con diferentes modalidades de solución y toma de decisiones, lo cual complica en extremo tanto su administración por parte de los prestatarios y los prestamistas, como una eventual alternativa de renegociación tradicional a base de moratorias y planes de reducción con quitas de capital, reglas establecidas en los ochenta.

Ahora bien, en el centro de la crisis económica por la que atraviesa el México de hoy se encuentra, de nueva cuenta, el problema de la deuda externa; es uno de los procesos básicos que

GRÁFICA 3
Deuda externa de América Latina según plazo de vencimiento
(/Miles de millones de dólares)



FUENTE: Elaborada con base en el cuadro 3.

explican la actual crisis financiera, tanto por sus orígenes, su decurso y las expectativas de resolución.

El antecedente mediato de la deuda externa es la renegociación de la deuda en el marco del Plan Brady. En éste se insistió en la necesidad de que los países deudores deberían promover sus economías nacionales hacia esquemas de apertura y liberalización para lograr el crecimiento. En este entorno, la búsqueda de un mayor acceso a los mercados internacionales de capital mediante la emisión de documentos privados y públicos, así como la incorporación de la economía mexicana al bloque del norte (con Estados Unidos y Canadá), constituyó el rasgo esencial de la estrategia de financiamiento, para atraer la inversión extranjera y con ello lograr, por la vía del financiamiento externo, la recuperación económica con estabilidad de precios. Verbigracia, de 1989 a 1994 el superávit acumulado de la cuenta de capital de la balanza de pagos llegó a cerca de 105 000 mdd, lo cual expresa la creciente afluencia de recursos externos hacia México.

Así, el lapso que va del segundo semestre de 1989 a la crisis financiera de fines de 1994, se caracteriza por el retorno a los mercados internacionales de capital. La deuda del sector privado junto con la de las bancas comercial y de desarrollo así como la deuda interna del sector público, propician nuevamente una crisis financiera de mayor profundidad y alcance que la de 1982.

Durante los últimos años, la política de endeudamiento externo se enmarca en: *i*) la diversificación de las fuentes de financiamiento; *ii*) la disminución del costo financiero, y *iii*) el aprovechamiento del descuento al que se cotizaba la deuda mexicana en los mercados secundarios. En tales condiciones, se ha pretendido reducir de endeudamiento relativo (respecto al PIB), así como modificar la estructura de éste (con relación al perfil de vencimientos) para reducir el peso de su servicio anual.

El entorno en que se dan los cambios financieros de la deuda externa de México coincide con las transformaciones en el perfil y la organización de la producción, así como en la actividad econó-

mica en general. Por ello la crisis financiera que se presenta en México desde diciembre de 1994 enmarca los cambios del sistema financiero internacional y la modalidad de los flujos de capital en el mercado internacional de capitales. La integración financiera de México, que basó su estrategia de estabilización económica, y eventualmente de crecimiento, en el ahorro externo, muestra lo altamente sensible que es su economía a los ciclos financieros de los países desarrollados, principalmente Estados Unidos, y a las eventualidades de la política monetaria impulsada por los nuevos intermediarios financieros y de los nuevos productos financieros de alto riesgo y sofisticación, resultado de la innovación financiera que presentan sus manifestaciones sobre economías como la mexicana.

La inestabilidad financiera actual se presenta en lo fundamental como una crisis de endeudamiento desde su gestión, desenvolvimiento y efectos. En particular, el endeudamiento público interno y externo, el privado externo de la banca comercial y los grandes conglomerados, y el de los consumidores y las empresas con la banca comercial local. Por tanto, la crisis financiera corresponde a las nuevas modalidades del endeudamiento y las innovaciones financieras en un mercado emergente.

La inestabilidad financiera se manifiesta a lo largo de 1994 por: el problema de la deuda interna, expresada en las obligaciones derivadas de los vencimientos por la emisión creciente de tesobonos durante dicho año, el deterioro de la balanza de pagos, expresada en el crecimiento del déficit en la cuenta corriente, la caída en los flujos externos, representados en la cuenta de capital, así como el descenso de las reservas internacionales. Todo esto en un ambiente de deterioro creciente de la vida política y social del país.

La política monetaria, de financiamiento público interno, con operaciones en mercado abierto y emisión de títulos indizados al tipo de cambio (tesobonos) pasaron de cerca de 5 900 mdd en febrero de 1994 a 43 400 mdd en noviembre del mismo año, lo cual representa un incremento en la participación relativa de éstos en

la emisión de valores gubernamentales, pues mientras en febrero representaban el 9.8%, respecto a la emisión total de valores, noviembre constituían ya 56.7%. Como primer efecto de la devaluación y la problemática financiera precipitada por la modificación de la política cambiaria el 20 de diciembre y el retiro del Banco de México del mercado de cambios el día 22, se propició que a fines de diciembre de 1994 los tesobonos representaran 66% del total de la deuda interna.

Al cierre de 1994 las reservas internacionales eran de 6 148 mdd, y alcanzaron su nivel más bajo en enero de 1995, con 3 483 mdd, con un perfil de vencimientos de tesobonos de 29 206 mdd para 1995, particularmente con tenedores extranjeros. La crisis — expresada por la devaluación y la modificación de la política cambiaria— se precipitaría al momento en que la política monetaria pierde eficacia y la estructura, los montos y el perfil de vencimientos de los instrumentos indizados al tipo de cambio (tesobonos) tornan explosivo el problema de la deuda interna.

Así, ante la turbulencia en los mercados financieros y los riesgos de insolvencia, la gestión de la crisis financiera se centra en una estrategia de deuda pública externa que se plantea los objetivos de renovar y extender los vencimientos de las obligaciones de corto plazo, principalmente las denominadas en moneda extranjera, y recuperar el acceso a los mercados internacionales de capital.

En lo que se refiere al deterioro y a la inmanejabilidad de las cuentas de la balanza de pagos, en 1994 se observa el descenso en los flujos de capital, por un lado, y por otro el incremento del déficit en cuenta corriente, el cual había venido mostrando un paulatino deterioro a lo largo de los noventa. El saldo de dicho déficit pasa de 2 376 mdd, es decir, 1.5% del PIB de 1988, a 23 399 mdd en 1993 y a 29 662 mdd al cierre de 1994, o sea de 6.5 y 7.5% del PIB, respectivamente. Por lo que concierne a la cuenta de capital, ésta evidencia un saldo anual positivo creciente de 1989 a 1993, al pasar de 3 177 mdd en 1989 a 32 582 mdd en 1993; en 1994, el saldo es de 14 584 es decir, cae 55.2%, un nivel inferior al

mostrado hasta 1993. En efecto, durante el periodo 1989-1993 la cuenta de capital expresó la enorme afluencia de inversión extranjera, en especial inversión de cartera, dirigida fundamentalmente a los mercados accionario y de dinero, estimulado este último por la oferta de títulos públicos.

Expresión de la liberación de la cuenta de capital¹¹ es la importancia que adquiere la inversión de cartera en el total de inversión extranjera; la cual pasa de 3 527 mdd en 1989 a 33 308 mdd en 1993; de éstos, la inversión de cartera significaba el 10% (3.51 mdd) en 1989, en tanto que en 1993 ya representaba 86.8% (28 919 mdd) en 1993. El saldo acumulado de inversión extranjera durante el periodo 1989-1993 era de 82 748 mdd, de los cuales 63 999 mdd eran inversión de cartera, es decir, 77.3% del total.

El incremento de las reservas internacionales es otra manifestación de la afluencia creciente de recursos externos que se refleja en la balanza de pagos, al pasar aquéllas de 6 500 mdd en 1989, a 25 400 en 1993. El enorme descenso posterior de las reservas es la expresión manifiesta de la concurrencia de factores internos y externos, de coyuntura y de carácter estructural, así como de la ineficiencia de la política financiera y monetaria que explican el contexto de la crisis financiera.

La complejidad de la crisis financiera en México es, sin duda alguna, reflejo de la creciente integración y de las innovaciones financieras en las operaciones de crédito y préstamos, de la conversión de activos bancarios en valores o “titularización” (*securitization*), los cuales exigen una regulación y supervisión más específicas. Por ello la crisis mexicana, caracterizada por la “crisis

¹¹ Algunos autores plantean que: “... el proceso de liberalización habido en México a principios de la década de 1990 en el sector financiero y en la cuenta de capitales, fue tal vez demasiado rápido y —sobre todo— fueron tantos los cambios que ocurrieron simultáneamente que el sistema económico no pudo ajustarse adecuadamente a ellos y afrontar, a la vez, el gran ingreso de capitales. Por ende, la cuenta de capitales mexicana debería haberse liberalizado con mayor lentitud y/o deberían haberse introducido más controles y/o impuestos para desalentar la entrada masiva de capitales de corto plazo.” Stephany Griffith-Jones, “La crisis del peso mexicano”, *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, diciembre de 1996, pp. 152-153.

de los tesobonos” o “crisis de la deuda interna”, acompañada de una “crisis en las carteras vencidas” de las empresas, la banca comercial y la banca de desarrollo, se suman a las crisis de los ochenta: deuda externa, crisis bancaria, crisis de bolsa, inestabilidad cambiaria, etc., las cuales reflejan parte de los reajustes del sistema financiero nacional en el marco de los cambios en los mercados internacionales de capital.

La inestabilidad de los mercados financieros, la incertidumbre y la dificultad para hacer frente a las obligaciones de corto plazo, así como los riesgos de una crisis financiera de alcance global y de contagio al resto de las economías de la región, constituyeron referentes de consideración para promover una estrategia de rescate financiero, que significara el hacer frente a las obligaciones de corto plazo, provenientes de los vencimientos de tesobonos y de los certificados de depósito de la banca comercial mexicana.

Así, en un entorno de inestabilidad de los mercados financieros, la comunidad financiera internacional configuró un paquete de rescate financiero que el presidente William Clinton dio a conocer el 31 de enero de 1995 y que incluía líneas de crédito de alrededor de 51 759 mdd, constituido por un crédito del gobierno de Estados Unidos de 20 000 mdd (provenientes del Fondo de Estabilización Cambiaria), a un plazo de entre tres y diez años; un crédito contingente de 17 759 mdd del FMI; 10 000 mdd del Banco de Pagos Internacionales, y 3 000 mdd de la banca privada internacional. Cabe mencionar que durante 1995 la disposición neta fue de sólo 26 253 mdd de la línea de crédito original, en tanto que la de 1996 neta fue de menos de 7 981 mdd, de manera que a finales de 1996 el saldo del paquete de apoyo vigente era de 17 854 mdd, de donde 3 500 corresponden al gobierno de Estados Unidos; 2 542 mdd al BID y al Banco Mundial, y 11 812 mdd al FMI.¹²

La negociación del paquete de rescate y la necesidad de estabilizar los mercados financieros significó para la economía mexicana un replanteamiento de las metas macroeconómicas y de los objetivos

¹² Banco de México, *Informe Anual 1996*, México, 1997, p. 195.

de recuperación económica, al someter a ésta a un severo programa de ajuste. En efecto, tan sólo en el primero y el segundo trimestres de 1995, la caída en el PIB significó 1 y 9.8%, lo cual tuvo como resultado en una contracción real de 6.2% para el año de 1995. Así también, por ejemplo, la variación de la inversión total fue de -29%, siendo la caída en la inversión pública y privada de 31.2 y 19.8%, respectivamente. Para 1996, se obtuvo un crecimiento del PIB de 5.1% y la inversión total se incrementó en 17.7% con respecto al año precedente.

Por cuanto a los saldos en la balanza de pagos, la cuenta corriente registra una reducción significativa, al ubicarse en un saldo negativo de 1 356 mdd y uno positivo de 337 mdd, para el primero y el segundo trimestres de 1995,¹³ respectivamente. Al cierre de 1995 y 1996 el déficit de la cuenta corriente es de 1 579 mdd y 1 762 mdd, respectivamente. En la cuenta de capital se logra un superávit acumulado de 15 652 mdd en 1995 y de 3 604 mdd en 1996.

Por otra parte, el ambiente de volatilidad financiera, el entorno recesivo, la política monetaria restrictiva, cuyo principal instrumento es la contención del crédito interno, el repunte inflacionario, la falta de liquidez, el incremento de los márgenes de intermediación, el sobreendeudamiento de empresas y particulares con la banca comercial y la deuda externa de ésta, son los factores que explican la grave crisis bancaria que se precipita después de la devaluación de diciembre. Aquella provoca el aceleramiento en el deterioro de los activos bancarios,¹⁴ de la cartera crediticia (créditos al consumo, corporativos e hipotecarios) y los niveles de capitalización. En este marco de crisis, el rasgo es la ampliación de la compe-

¹³ Estos saldos son extremadamente inferiores a los de años atrás. Por ejemplo, en 1994 los saldos negativos en la cuenta corriente fueron de 6 852 mdd y 7 367 mdd en el primero y el segundo trimestres, respectivamente.

¹⁴ Véase, Alicia Girón G., "Calidad de activos de la banca comercial del bloque de América del Norte", en Antonio Gutiérrez P. y Celso Garrido N., *Transiciones financieras y P.C. Canadá, México y EEUU*, México, 1994, pp. 195-212. En este trabajo se hace referencia al debilitamiento de la calidad de los activos y al aumento de los préstamos incobrables, a medida que la desaceleración de la economía mexicana se hacía persistente.

tencia entre intermediarios y un proceso generalizado de racionalización del sistema, caracterizado por el ingreso y la ampliación de la presencia e intervención de filiales de intermediarios extranjeros, alianzas estratégicas, fusiones, como opción para enfrentarse a las condiciones de la nueva competencia y las necesidades de recapitalización; amén de la intervención gerencial de algunos bancos. Así por ejemplo, hasta el tercer trimestre de 1995 destaca la intervención de seis bancos (Unión, Cremi, Obrero, Banpaís, Interestatal y Banorie) cuyos quebrantos involucran una cantidad aproximada de 14 600 millones de nuevos pesos (cerca de 2 000 mdd).

El crecimiento de la cartera vencida de los bancos comerciales, las dificultades para constituir reservas preventivas y los problemas de capitalización, obligaron la intervención del gobierno a partir de la constitución del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) y del Programa de Capitalización Temporal (Procapte). El Fobaproa se constituye como una ventanilla de créditos para que los bancos con problemas en su posición financiera solventen sus obligaciones financieras de corto plazo.¹⁵ En cuanto al Procapte, orientado a atender a los bancos con problemas temporales de capitalización (índices inferiores al 8% de sus activos en riesgo), su objetivo ha sido garantizar su solvencia. En este esquema los bancos se obligan a entregar al Fobrapoa obligaciones subordinadas convertibles y no convertibles.

Inicialmente el programa de emergencia tuvo como objetivo resolver el problema de vencimiento de las obligaciones de corto plazo sustituyéndolas éstas por obligaciones de mayor plazo. Sin embargo, ello significó sustituir deuda pública interna por deuda pública externa. Así, en 1995 esta última muestra un incremento de 15 497.9 mdd, lo cual se explica —en parte— por el uso de las líneas de crédito provenientes del paquete de emergencia para

¹⁵ Los recursos comprometidos para el rescate de la banca comercial, a fines de 1996, rebasaban los 220 000 millones de pesos, equivalentes a alrededor de 8.5% del PIB de 1996.

hacer frente a los vencimientos de Tesobonos y la recuperación de las reservas internacionales brutas.¹⁶ En 1996 la deuda externa pública se redujo en 2 448.9 mdd, ubicándose en 98 484.8 mdd.

La deuda externa mexicana, que por su monto y por el perfil de vencimientos, los intereses que se pagan y la forma en que se redocumenta y, en particular, el mantenimiento de una estrategia de financiamiento de creciente dependencia de recursos externos, es uno de los más grandes obstáculos para la recuperación económica. El servicio de la deuda externa pública en el periodo 1989-1994 y el primer semestre de 1995 representan alrededor de 144 622.5 mdd, cifra cercana al monto total de la deuda externa (incluyendo pública y privada) al primer semestre de 1996, la cual ronda los 170 000 mdd.

Las estimaciones oficiales del servicio de la deuda pública externa para el periodo 1995-2000 significan una cantidad de 83 529.3 mdd; para 1995 y 1996 dicho servicio se estima en 41 548.5 mdd; 11 588.8 por intereses y 29 959.7 por amortización. En estas condiciones la posibilidad de recuperación económica se torna prácticamente imposible.

La carga de la deuda externa privada, de la banca comercial y de los grandes consorcios industriales, es uno de los factores de la inestabilidad financiera de los años recientes.

CONCLUSIONES

La naturaleza inestable de la estructura financiera y el desarrollo de los mercados así como las políticas económicas adoptadas para

¹⁶ En efecto, los vencimientos de tesobonos, para 1995 se calculaban en alrededor de 29 206 mdd; al cierre de 1995 el saldo de tesobonos es de 245 mdd, en tanto que el nivel de reservas, que al cierre de 1994 eran de 6 148 mdd y en enero de 3 483 mdd, muestran una recuperación de 9 593 mdd, al ubicarse al fin del año en 15 741 mdd. Así, la liquidación del grueso de los vencimientos de tesobonos y la recuperación en las reservas internacionales del nivel del cierre de 1994 a diciembre de 1995, significa un monto de 38 554 mdd.

hacer frente a los procesos referidos aquí, no han permitido dar una solución definitiva y viable a la carga que representa, para una economía dependiente de los flujos externos de capital, la obligación de hacer frente a sus compromisos de pago con el exterior y de crear a la vez las condiciones mínimas para el crecimiento sostenido y estimular el desarrollo.

Quizá la turbulencia en los mercados financieros durante 1994 y el desenvolvimiento de la crisis económica a finales de ese año pongan en la mesa de la discusión si el mercado internacional de capitales y la inversión de cartera han sido la solución para las economías emergentes y si ello ha permitido disminuir el riesgo de los países o si solamente ha sido un *boom* basado en el capital especulativo cuyo impacto económico, político y social ha sido más grave que el del endeudamiento pactado por el Estado desde la década de los años setenta.

La propuesta de salir de la crisis por medio de nuevas entradas de capital y mayor endeudamiento externo parece no ser la mejor opción para configurar condiciones de recuperación económica y de crecimiento sostenido con estabilidad de precios. Ello demuestra la necesidad de avanzar hacia políticas económicas de consenso, en donde la corresponsabilidad de los principales agentes se perfile en el objetivo del crecimiento económico, el fortalecimiento del mercado interno y la recuperación del bienestar social.

LA GLOBALIZACIÓN Y ALGUNOS DE SUS EFECTOS

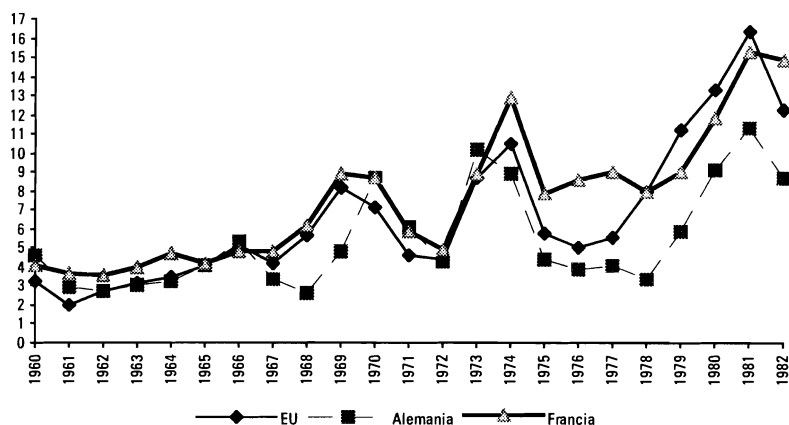
*Juan Manuel Ugarte**

Los últimos tres decenios han tenido como característica una dinámica acelerada de cambios tecnológicos que han afectado los principios y la operación de los sistemas económicos y sociales de los países. El desarrollo de las comunicaciones y de la electrónica ha conducido a una mayor integración de los mercados de consumo, al tiempo que ha propiciado que los patrones tradicionales de producción se modifiquen, ya sea para atender las demandas de unos mercados de bienes y servicios más amplios, o bien, de aquellos que por sus características particulares se encontraban abastecidos por un número reducido de empresas locales y cuyo potencial era más amplio, lo que ha propiciado la producción de bienes y servicios especializados para atender ciertos núcleos de población. Un elemento determinante de dichos cambios ha sido el desarrollo de las comunicaciones y los medios por los cuales se disemina el conocimiento tecnológico, lo que de manera importante ha permitido que las posibilidades de acceder al mismo sean cada vez mayores.

El desarrollo de la tecnología, sin embargo, no puede verse aislado de los fenómenos de tipo económico y social. De hecho, la dinámica de dichos cambios se relaciona directamente con la necesidad de las sociedades y los países de atender sus requerimientos crecientes ante una serie de crisis recurrentes desde el

* Las opiniones contenidas en este documento son de la exclusiva responsabilidad del autor, por lo que no reflejan necesariamente las de la institución donde trabaja.

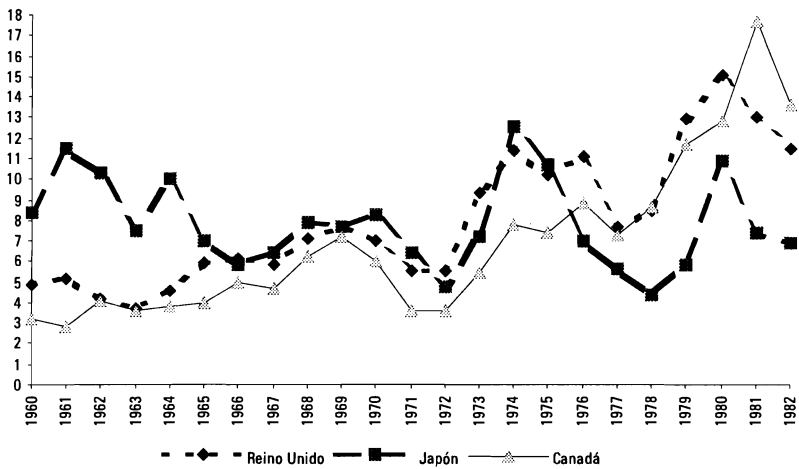
GRÁFICA 1
Comportamiento de las tasas de interés en países desarrollados
seleccionados, 1960-1982



inicio de la década de los setenta. Así, desde la ruptura de los tratados de Bretton Woods que propiciaron que el dólar se desvinculara del patrón oro (la equivalencia de esta moneda con cantidades determinadas de oro), se generó un periodo de incertidumbre internacional, imprimiendo una alta volatilidad a las tasas de interés mundial, ante la ausencia de respaldo a la cantidad de dólares existentes en el mundo de ese tiempo.

Durante el decenio de los setenta, en los dos centros financieros más importantes del mundo se observó un crecimiento importante de las tasas de interés y su mayor volatilidad. En Estados Unidos, éstas fluctuaron entre 4 y 11% y en el Reino Unido entre 5 y 15%. La volatilidad se manifiesta en forma clara en este último país, donde la tasa de interés varió del 11% en 1976, al 8% en 1977 y nuevamente a 13% en 1979. En Estados Unidos, el incremento de las tasas de interés se orientó a dos aspectos básicos: internamente, se buscó controlar la demanda por su efecto en la inflación, y externamente, se pretendió fortalecer el dólar, a costa de

GRÁFICA 2
Comportamiento de las tasas de interés en países desarrollados seleccionados, 1960-1982

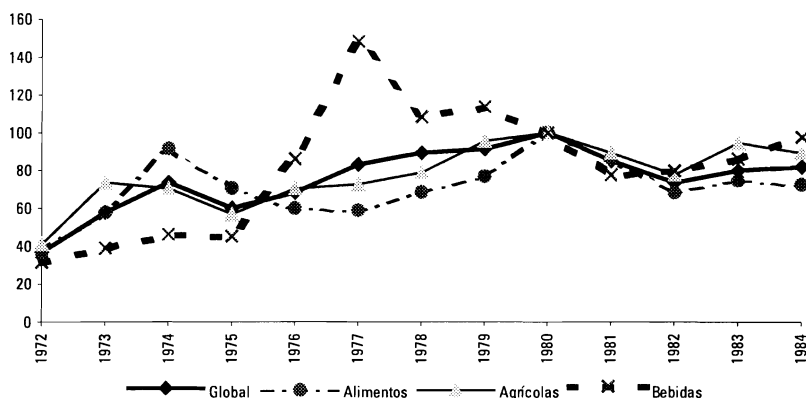


CUADRO 1
Índices de precios de productos primarios no petroleros (1980=100)

Año	Global	Alimentos	Bebidas	Materias primas agrícolas	Metales
1972	37	37	32	41	40
1973	58	58	39	74	58
1974	74	92	46	71	73
1975	60	71	45	57	59
1976	68	60	86	71	62
1977	83	59	148	73	67
1978	89	68	108	79	71
1979	92	77	114	96	92
1980	100	100	100	100	100
1981	85	86	78	90	83
1982	74	68	80	78	75
1983	80	75	86	95	78
1984	82	73	98	89	72

FUENTE: Elaborado con cifras de la CEPAL.

GRÁFICA 3
Índices de precios nominales por grupos de productos

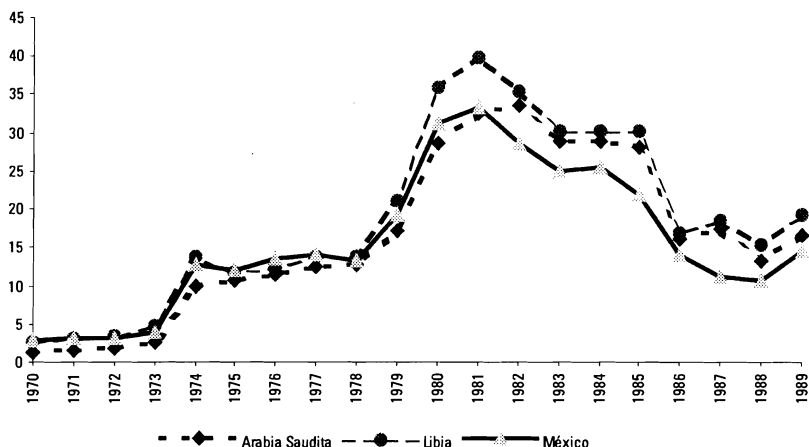


generar el crecimiento de las tasas de interés del resto de los países, que reaccionaron a fin de evitar la salida de capitales.

A dicha crisis financiera, generada principalmente por procesos inflacionarios inducidos y por la volatilidad de las tasas de interés que incidieron en los niveles de los costos del capital, le siguió una segunda crisis provocada por el incremento de los precios de algunas materias primas, como el petróleo que durante 1973 tuvo su primera expresión de crisis ante la materialización de acciones concertadas por los países productores y la creación de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que condujo a los primeros aumentos significativos de dicha materia prima, los cuales afectaban tanto las economías de los principales países del mundo industrializado, como las dependientes de la importación de éste, como era el caso de México.

Los patrones de comportamiento de los precios de los productos primarios, tanto en términos nominales como reales, de todos los productos, y en especial de alimentos, bebidas, materias primas agrícolas y metales, fueron similares de 1972 a 1984, lapso en el que es posible distinguir dos periodos claramente definidos: de 1972 a

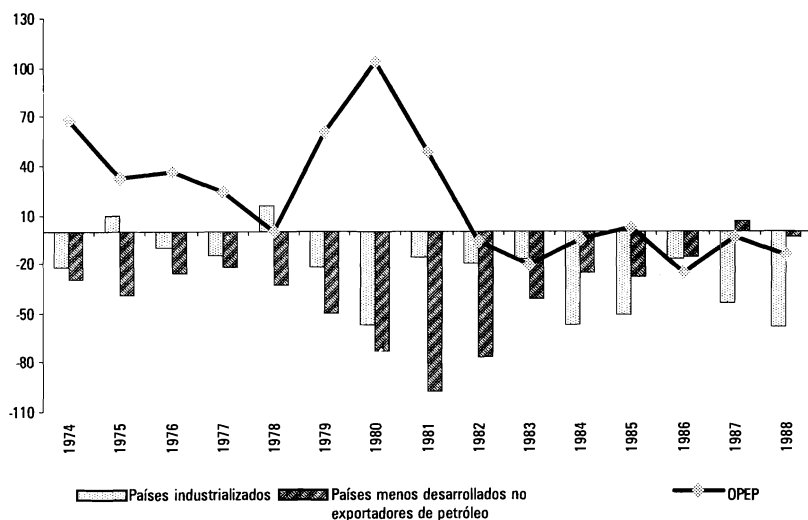
GRÁFICA 4
Precios del petróleo, 1970-1989
(Dólares por barril)



1977 de incremento y de 1978 a 1984 de deterioro, reflejando tanto las características cíclicas de los mismos como el efecto de las modificaciones cambiarias experimentadas a partir de 1971; en particular, durante la primera fase del ciclo (1972-1974), el efecto de las modificaciones en los tipos de cambio resultó más evidente. En 1974, los precios mundiales crecieron en promedio 28% destacando los relativos a alimentos, que se elevaron 59%. De 1977 a 1980 los precios de las materias primas se incrementaron 20% en promedio, observando una tendencia de deterioro a partir de 1981, en forma paralela a la apreciación del dólar.

En 1974 el precio del petróleo árabe se elevó 261%, pasando de 2.70 a 9.76 dólares por barril. En el caso de México, el promedio ponderado del precio de los crudos tipo istmo y maya creció 235%, de 3.83 a 12.82 dólares el barril. En la segunda crisis petrolera, entre los años de 1979 a 1982, el precio creció a una tasa promedio anual de 38% en el caso árabe, mientras que en el de México el precio ponderado se elevó a una tasa promedio anual de 58% de 1979 a 1981.

GRÁFICA 5
Cuenta corriente de la balanza de pagos por grupos de países,
1974-1988



El sorpresivo aumento del petróleo enfrentó a países como Estados Unidos a un dilema sobre el manejo de la oferta monetaria: mantenerla fija, con el objetivo de que el cambio en el precio relativo del petróleo provocara una etapa depresiva, o ajustarla completamente para evitar el estancamiento a un costo inflacionario importante. En la práctica, se adoptó una solución intermedia: la inflación se aceleró en los países desarrollados y también se experimentó una caída importante en la actividad económica.

Los excedentes de recursos generados por los países exportadores de petróleo, propiciaron, al mismo tiempo, otro de los fenómenos que modificaron de manera dual y significativa las relaciones financieras entre los países; por un lado, el incremento de los precios indujo a un proceso inflacionario en las principales economías consumidoras de dicho energético, que influyó en el comportamiento de las tasas de interés internas, y por otro lado, la

CUADRO 2
Cuenta corriente de la balanza de pagos
(Miles de millones de dólares)

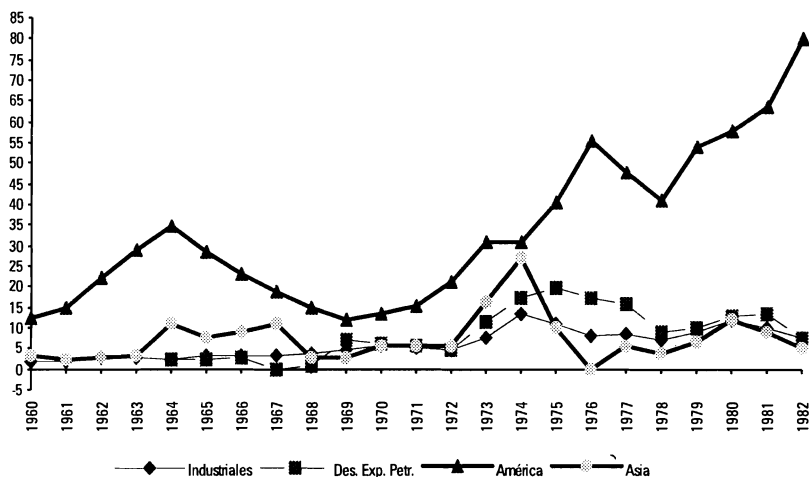
Año	OPEP	Países menos desarrollados	
		Industrializados	no petroleros
1974	67.4	-21.9	-29.9
1975	32.2	9.7	-39.2
1976	35.9	-10.2	-26.5
1977	24.6	-15.4	-21.8
1978	-0.8	15.0	-32.9
1979	60.7	-22.2	-49.7
1980	102.8	-57.9	-73.0
1981	48.6	-15.8	-97.7
1982	-6.7	-19.5	-76.7
1983	-20.8	-18.0	-41.6
1984	-5.5	-57.4	-25.9
1985	2.0	-51.1	-28.0
1986	-26.5	-17.5	-15.7
1987	-4.4	-44.6	5.8
1988	-14.7	-59.0	-4.5

FUENTE: Elaborados con cifras del FMI.

generación de excedentes de capital en los países exportadores de petróleo, los cuales, ante la incapacidad de utilizarlos internamente, los recircularon primordialmente a través de instituciones financieras europeas.

La acumulación de deuda por parte de los países de menor desarrollo se remonta a la crisis petrolera de 1974, en la que el precio del energético se incrementó alrededor de tres veces. En esos años dichos países absorbieron una cantidad considerable de los nuevos ahorros, marcando los principios de su endeudamiento internacional, como se observa en el crecimiento del saldo negativo de la cuenta corriente. El precio del petróleo se mantuvo relativamente bajo (en dólares) hasta 1979-1980, años en los que aumentó aproximadamente 70%. Dado que la inflación en dólares fue considerable en 1971-1979, el valor real del crudo durante las dos crisis bajó a una tasa de alrededor de 9% anual. En la segunda

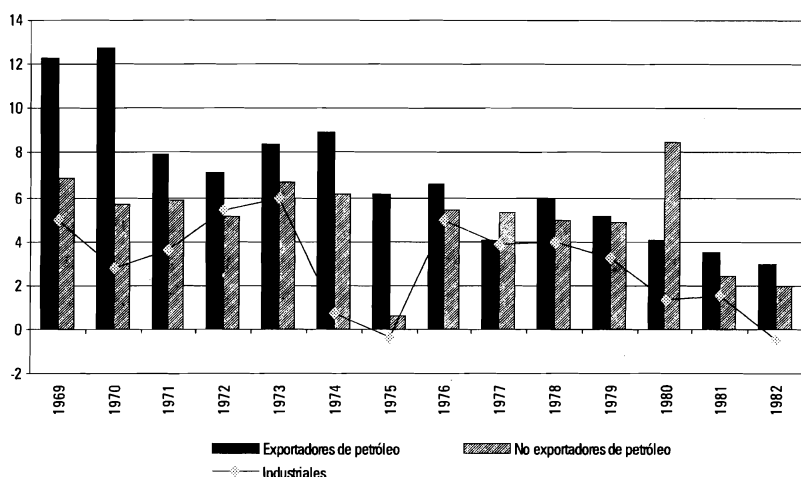
GRÁFICA 6
Comportamiento de la inflación por bloques económicos



crisis petrolera, sin embargo, el comportamiento internacional fue diferente. La recirculación de capital hacia los países menos desarrollados fue marginal, si se excluyen los intereses sobre la deuda, y Estados Unidos optó por una política más expansiva. No obstante, dicha situación no significó que no se hubiera registrado un flujo financiero importante entre los países productores de petróleo y los menos desarrollados no petroleros, dado que éste es un periodo en el que se empieza a observar el fenómeno de la fuga de capitales.

La primera situación hizo que parcialmente el exceso de recursos influyera en los niveles de ingreso e inflación internos, al tiempo que, quizá de mayor importancia, se destinara a los mercados financieros internacionales, los cuales se orientaron a financiar, complementariamente, un crecimiento —la mayoría de las veces inflacionario— de otras economías en desarrollo, mediante créditos directos de empresas, aumentando sus niveles de exposición al riesgo de movimientos de tasas de interés. El relativamente

GRÁFICA 7
Comportamiento del PIB real



fácil acceso a dichos recursos hizo que los gobiernos de los países receptores de los mismos tuvieran dificultades para controlar los niveles de oferta monetaria internos, y en muchos de los casos, inclusive, llegaron a perder dicho control, entrando en procesos inflacionarios acelerados.

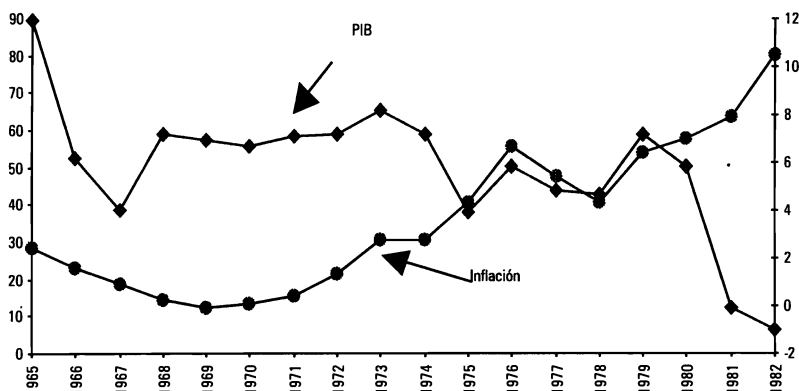
Por primera vez en este siglo, en la década de los setenta las economías avanzadas, particularmente Estados Unidos y Europa Occidental, enfrentan simultáneamente problemas graves de desequilibrio interno y externo. Estos países redujeron su tasa de crecimiento de 5% en el periodo 1960-1970 a 3.1% en los setenta. Paralelamente, la tasa de inflación más que se duplicó, pues alcanzó niveles de dos dígitos contra 4.2% de un decenio antes; en 1974 y 1975 registró tasas de 13.3 y 11.1%, respectivamente.

De manera simultánea, otras materias primas, de las cuales eran exportadores naturales los países en desarrollo y/o subdesarrollados, empezaron a sufrir un deterioro significativo en los precios, mientras que otras mercancías de las cuales eran dependientes, como es el caso de los alimentos procesados y la maquinaria y

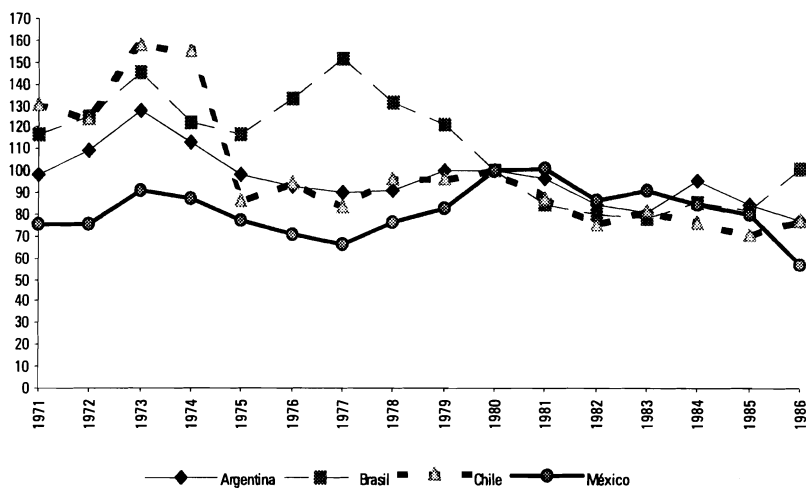
equipo en general, empezaron a escasear en escala mundial. Ello creó las condiciones para una tercera crisis durante la década de los setenta, ante el deterioro de los términos de intercambio de los países subdesarrollados, la incapacidad de colocar sus productos a precios competitivos y a la vez rentables, y su dependencia creciente de los alimentos, bienes intermedios y de capital producidos en las economías más desarrolladas, indispensables para atender los requerimientos de una población creciente que se encontraba en niveles muy por encima del promedio mundial.

Para América Latina a raíz de la segunda crisis petrolera y la reacción subsecuente de los países de la OCDE, se hizo evidente, por lo menos en los países importadores, la necesidad de establecer programas de ajuste, dada la caída del producto, el efecto inflacionario de las tasas de interés y el endeudamiento externo. La aplicación simultánea en estos países, de políticas antiinflacionarias, aunadas a la decisión de controlar el crecimiento monetario y no las tasas de interés, condujo a una recesión prolongada de la OCDE, así como a tasas de interés reales altas. Los países latinoamericanos importadores de petróleo experimentaron grandes y simultáneos

GRÁFICA 8
Crecimiento e inflación en América Latina, 1965-1982



GRÁFICA 9
 Términos de intercambio de países latinoamericanos seleccionados
 (Índice 1980=100)



incrementos en el valor de sus importaciones y en sus pagos de intereses, al mismo tiempo que la contracción del comercio internacional reducía los precios y la demanda de sus exportaciones de bienes primarios. Los países exportadores también se endeudaron de forma importante, con el objetivo de expandir su producción de petróleo y elevar su consumo.

Entre 1980 y 1981 la deuda externa de la región aumentó 100 000 millones de dólares, para llegar a casi 290 000 millones, valor que fue financiado, básicamente, por los bancos comerciales. En 1981, las tasas de interés internacionales alcanzaron un máximo histórico y en términos reales permanecieron, hasta 1985, al nivel más alto observado en medio siglo. Asimismo, las entradas netas de capital disminuyeron de 37 000 millones de dólares en 1981 a 3 200 millones de dólares en 1983.

El aspecto que ha tenido un mayor efecto en el desarrollo de América Latina no ha sido tanto la tendencia secular a la disminu-

ción de los términos de intercambio, sino las variaciones de corto y mediano plazos en éstos y el efecto de estas variaciones en la orientación de la política económica. Durante los años setenta se observó claramente la tendencia a una mejora, en tanto que en la década siguiente se registró una caída significativa.

Un esfuerzo internacional para contener la caída de los precios de sus productos y al mismo tiempo tener mayor capacidad de negociación respecto de los productos de los que eran importadores los países subdesarrollados fue la iniciativa, en la Organización de las Naciones Unidas, de constituir un fondo común de materias primas, el cual nunca prosperó por razones por demás evidentes: los intereses de los principales países importadores de dichos bienes.

Un elemento adicional, que quizás contribuyó a la mayor distorsión de los patrones de producción y consumo en las economías del mundo, lo constituyó la intervención, cada vez más directa, de los organismos mundiales de financiamiento y de comercio, en la formulación y conducción de las políticas nacionales y/o sectoriales de desarrollo. Tanto el Fondo Monetario Internacional como el Banco Mundial en la parte financiera, mediante la concertación —imposición— de Acuerdos de Facilidad Ampliada, como el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio, comúnmente conocido como GATT, mediante la adopción, con carácter obligatorio para los países, de procesos de liberalización comercial, establecieron condiciones a los gobiernos de los estados-nación para aplicar sus políticas de desarrollo, la mayor parte de las veces basadas en supuestos y objetivos totalmente desvinculados o alejados de las condiciones, características y necesidades de las sociedades en donde se aplicaron.

A cambio de recibir avales para la obtención de recursos de la banca internacional, o bien los apoyos financieros tradicionales otorgados por esas instituciones, los gobiernos de los países recibieron presiones para que adoptaran políticas de corte neoliberal, caracterizadas por procesos de desregulación económica, inclu-

yendo los de apertura comercial y de privatización de sectores y empresas controladas por los gobiernos de los estados, así como un sinnúmero de políticas sectoriales en materia monetaria, financiera, cambiaria, de empleo, de inversión en infraestructura, y de reconversión o modernización productiva.

Paradójicamente, las medidas establecidas al amparo de estos acuerdos propiciaron, en la mayoría de los casos, fuertes desequilibrios internos, cuyos efectos negativos en los ámbitos social, político y económico han sido mayores, que los que pretendieron resolver. Los pocos casos de éxito positivos normalmente estuvieron acompañados de fuertes procesos de ajuste y regímenes dictatoriales, así como de estructuras verticales de sociedad, cuyos efectos solamente han podido ser observados después de un deterioro interno que duró varios años.

La presión que ejercieron —y ejercen— estos organismos internacionales para la concesión de avales o financiamiento fue la adopción de ese tipo de políticas al interior de los países, lo cual, sin duda, continúa siendo uno de los factores determinantes, y en algunos casos de distorsión, en la conducción de las políticas económicas y sociales de los países.

La aceleración para incorporar las medidas impuestas por la necesidad de financiamiento de la mayor parte de los países, combinada con la dinámica de los cambios tecnológicos en todos los ámbitos a lo largo de los decenios de los setenta y ochenta, creó nuevas condiciones de competencia en escala mundial, cuyo inicio se dio con la incorporación de nuevos países por acceder a los mercados mundiales de bienes y servicios. Una característica de igual importancia fue la libre movilidad de los capitales, así como la mayor facilidad para acceder a la tecnología disponible en escala mundial, estimulada esta última por las nuevas formas de comunicación internacional.

También, durante estos años, de forma incongruente con los postulados que sostiene el discurso de dichos organismos, así como de los principales países que los sostienen, las políticas

CUADRO 3
Cartas de intención sobre la política económica de México ante el FMI

<i>Año/Política</i>	<i>Fiscal</i>	<i>Ingresos</i>	<i>Gasto</i>	<i>Crediticia</i>	<i>Cambiaria</i>	<i>Sector externo</i>
1995	Producir un superávit de 4.4% del PIB y un superávit económico del 1.5% del PIB. ¹	Reducción del ingreso en 0.8 puntos porcentuales, comparado con 1994.	El gasto del gobierno se contraerá 1.3% del PIB. Los gastos corrientes del sector público se reducirán 0.8 puntos porcentuales y los gastos de capital en 0.5% puntos porcentuales del PIB.	El Banco de México establece un límite a su crédito interno, que será de 10 000 millones de nuevos pesos.	Lograr un tipo de cambio promedio de 4.5 pesos por dólar.	Reducir el déficit de la cuenta corriente a 14 000 millones de dólares (4.3% del PIB estimado para 1995).
1990 ²	El saldo fiscal primario registrará un superávit cercano a 7.5% del PIB, con base en un precio del petróleo de 15 dólares por barril.	Ajuste de 5% en promedio en los precios y tarifas del sector público. Se prevee que los ingresos totales del sector público disminuyan en 0.9% del PIB.	Los pagos por intereses del sector público, se espera, disminuirán en más de 3 puntos porcentuales del PIB. En 1990, el gasto total, exceptuando los pagos de los intereses, se presupuestó tuviera un incremento de medio punto porcentual del PIB.	n.d.	n.d.	n.d.
1989	Superávit primario de 7.3% del PIB. El déficit operacional bajará a 2.5% del PIB.	n.d.	Acuerdo por el cual deberán reducirse las transferencias netas al exterior a menos de 2% del PIB. Disminución del gasto presupuestal en 1.5% del PIB (excluye intereses).	Liberación del crédito	Depreciación del peso en más de 1% mensual frente al dólar de Estados Unidos.	Reducir la dispersión arancelaria. Arancel máximo de 20 por ciento.
1985	El déficit del sector público no debe ser superior a 4.1% del PIB.	Se estima que los ajustes de los precios y tarifas del sector público representarán ingresos adicionales equivalentes a 1.5% del PIB.	Recorte adicional de 4.0% en las transferencias del gobierno. Contracción del 4% en todos los rubros del gasto corriente, excepto sueldos, salarios e intereses.	Política monetaria y crediticia dirigidas a apoyar el programa en materia de crecimiento, precios y balanza de pagos. Expansión crediticia en actividades prioritarias; se establecerá un límite de 350 000 millones de pesos sobre las operaciones de intermediación de los bancos y fondos de fomento.	Ajuste de 21 centavos diarios desde el 6 de marzo de 1985. El diferencial entre los tipos de cambio libre y controlado se redujo así de 13% a fines de septiembre de 1983 a 9% a fines de febrero de 1985.	Se acelerará el proceso de sustitución de permisos por aranceles para cubrir entre 35 y 45% de las importaciones de mercancías antes de que concluya el año.

984	El déficit global del sector público será de 5.5% del PIB.	Aumentar los ingresos del sector público en cerca de un punto porcentual del PIB. Se espera que los incrementos de los precios y tarifas del sector público generen recursos adicionales equivalentes a 1.5% del PIB.	Para sanear las finanzas públicas, se busca una reducción del déficit público a un 5.5% del PIB. Se propone crear una reserva presupuestal equivalente al 1% del PIB (gasto adicional). Crecimiento de la inversión pública del 55%. Se busca reducir en 1.6 puntos porcentuales la participación del gasto corriente en el PIB.	Reducir el costo de crédito, cerrando la brecha entre tasas activas y pasivas. Expansión del crédito al sector privado.	Sistema dual. Se mantiene el acceso al mercado libre para todo tipo de transacciones.	Sustitución de los premios previos de importación por aranceles.
982	Incremento de los apoyos fiscales a las empresas. Déficit financiero no mayor a 5.5% del PIB.	Incrementos en algunos precios y tarifas con el propósito de alcanzar un incremento anual de 130 000 millones de pesos. Suben tortillas, pan, gasolina, electricidad y otros combustibles.	Reducción del gasto público en 8% en todas las partidas con excepción de los servicios de deuda y salarios.	Regulación monetaria para reducir la liquidez.	En septiembre de 1982 se establece el control generalizado de cambios.	Reducción de las importaciones públicas y privadas por 6 000 millones de dólares. Contracción de las importaciones de mercancías en más de 35%. Déficit de la cuenta corriente de 5 800 millones de dólares.

¹ Esfuerzo fiscal para el primer semestre de 1995.

² Segundo año del Convenio de Facilidad Ampliada.
n.d.: no disponible.

FUENTE: FMI.

CUADRO 4
Acuerdos gobierno-empresarios-obreros para el desarrollo económico

<i>Fase y fecha</i>	<i>Vigencia hasta el</i>	<i>Tipo de cambio</i>	<i>Finanzas públicas</i>	<i>Precios públicos</i>
PSE I (15-12-87)	29-02-88	Previo ajuste del dólar: Libre (36%) Controlado (22%)	Disminución del gasto programado del 22% del PIB en 1987 y a 20.5% en 1988	85% de alza en energéticos
PSE II (27-03-88)	21-03-88	Se fija la paridad: Libre: 2 296 Controlado: 2 257	Compromiso de mantener el superávit primario	Fijos
PSE III (27-03-88)	31-05-88	Fijo en los niveles anteriores	Se ratifica el compromiso de la fase anterior	Fijos en los niveles anteriores
PSE IV (29-05-88)	31-08-88	Fijo en los niveles anteriores	Se ratifica el compromiso de la fase anterior	Fijos en los niveles anteriores
PSE V (14-08-88)	30-11-88	Fijo en los niveles anteriores	Compromiso de mantener finanzas públicas sanas	Fijos en los niveles anteriores
PSE VI (18-18-88)	31-12-88	Fijo en los niveles anteriores	Se ratifica el compromiso de la fase anterior	Fijos en los niveles anteriores
PECE I (12-12-88)	31-07-89	Deslizamiento diario de un peso a partir del 1º	Compromiso finanzas públicas sanas	Fijos electricidad, gas y gasolina. Aumento de rezagados
PECE II (18-06-89)	31-03-90	Continúa el deslizamiento diario de un peso	Se ratifica el compromiso de la fase anterior	Fijos en los niveles anteriores
PECE III (03-12-89)	31-07-90	Continúa el deslizamiento diario de un peso	Disciplina fiscal para lograr las metas presupuestarias de 1990	Fijos en los niveles anteriores

PECE IV (27-05-90)	31-01-91	Deslizamiento diario de 80 cts a partir del 28 de mayo	Se ratifica el compromiso de la fase anterior	Aumento en los energéticos de 6 al 12%
PECE V (11-11-90)	31-12-91	Deslizamiento diario de 40 cts a partir del 12 de noviembre	Disciplina fiscal para lograr metas presupuestarias de 1991	Aumento en los energéticos de 10 al 33% (9)
PECE VI (10-11-91)	31-01-93	Deslizamiento diario de 20 cts a partir del 11 de noviembre, desaparecerá el control de cambios	Disciplina fiscal para lograr las metas presupuestarias de 1992	Aumento en los energéticos de 15 al 55% (11)
PECE VII (20-10-92)	31-12-93	Ajuste diario de 40 cts en el precio máximo, de venta a partir del 20 de octubre. Se amplía la banda de flotación (12)	Disciplina fiscal para lograr metas presupuestarias y una finlación de un dígito en 1993	Aumentos graduales y uniformes en los energéticos no mayores a 10% en 12 meses (13)
PECE VIII (3-10-93)	31-12-94	Continúa el deslizamiento diario de 4 diezmilésimas de nueve pesos	Utilizar los márgenes presupuestarios, para introducir medidas que induzcan una reactivación de la economía	Aumento en las tarifas de electricidad de uso doméstico y comercial no mayores a 5% en un año, al igual que en los precios de las gasolinas
PABEC I (24-09-94) No firman SME, SNTe ni Coparmex	31-12-95	Continúa el deslizamiento diario de 4 diezmilésimas de nueve pesos	Mantener un presupuesto equilibrado para 1995	Fijar precios y tarifas públicas con base en criterios de calidad, competitividad interna y estabilidad
APRE I (29-10-95)	31-12-96	Régimen de libre rotación	Incentivos fiscales para la inversión productiva y la creación de empleos	Incremento gradual en diciembre. Aumentarán en promedio 7%
Alianza para el crecimiento 26-10-96	31-12-97	Régimen de libre rotación	Incentivos fiscales para la inversión productiva y la creación de empleos; déficit fiscal del 0.5% del PIB para 1997	Incremento gradual de 8% a partir del 1 de diciembre y ajuste mensual superior a 1%

CUADRO 4
(Continuación)

<i>Fase y fecha</i>	<i>Precios privados</i>	<i>Sector agrícola</i>	<i>Salarios mínimos</i>	<i>Comercio exterior y otros</i>
PSE I (15-12-87)	Ajustes generalizados	Compromisos de mantener los precios reales de 1987	Aumento del 16% a partir del 14 de diciembre y 20% el 1º de enero	Reducción del arancel máximo del 40 al 20% (1)
PSE II (27-03-88)	Fijos los sujetos a control y exhorto a no incrementarlos	Ajustes de acuerdo al calendario agrícola y compromiso de la fase anterior	Aumento del 3% a partir del 1º de marzo extensivo a los contractuales	
PSE III (27-03-88)	Fijos sin posibilidad de revisión	Ajustes de acuerdo al calendario agrícola y ratificación del compromiso (2)	Fijos en los niveles anteriores	Libre importación de maquinaria, implementos agrícolas y equipo de transporte para el campo
PSE IV (29-05-88)	Se "recomienda" una baja por la reducción de costos financieros	Ajustes de acuerdo al calendario agrícola	Fijos en los niveles anteriores	Crédito suficiente y oportuno al campo
PSE V (14-08-88)	Reducción de precios de 3% como promedio ponderado	Compromiso de especificar en 15 días los precios reales de 1988	Fijos en los niveles anteriores	A partir del 1º de septiembre se reduce de 6 a 0 el IVA de los alimentos procesados (3)
PSE VI (18-18-88)	Fijos en los niveles anteriores	Fijos en los niveles anteriores	Fijos en los niveles anteriores	
PECE I (12-12-88)	Se abre la posibilidad de revisar los precios, no aumentarán los no controlados	Se revisarán de acuerdo al calendario agrícola	Aumento de 8% a los mínimos. Posibilidad de colectivos	Se modifica la estructura arancelaria

PECE II (18-06-89)	Compromisos de respetar y no mover precios (6)	Se procurará mantener los precios en términos reales	Aumento del 6% a los mínimos y revisar los contractuales	(7) y (8)
PECE III (03-12-89)	Se ratifica la posibilidad de revisar precios con rezago	Se ratifica el compromiso de la fase anterior	Aumento del 10% a partir del 4 de diciembre. No extensivo a los contractuales	
PECE IV (27-05-90)	Se reconoce la necesidad de encaminar las solicitudes de corrección de precios	Vigente el compromiso de la fase anterior (9)	Fijos en los niveles anteriores	Acuerdo nacional para la elevación de la productividad
PECE V (11-11-90)	El sector privado absorberá los incrementos de los energéticos y de los salarios mínimos	Se aplicará una regla para revisar el precio de garantía del frijol y maíz de acuerdo al desliz de la inflación internacional	Aumento a los mínimos del 18% a partir del 16 de noviembre. No aplicable a los contractuales	Incremento de 4 000 mdp el subsidio de la tortilla y leche. Se propondrá una reducción de impuestos (10)
PECE VI (10-11-91)	El sector privado absorberá los incrementos de los energéticos y de los salarios mínimos		Aumento a los mínimos del 12% a partir del 11 de noviembre	Reducción del IVA del 15 y 20% a 10%, a partir del 11 de noviembre
PECE VII (20-10-92)	El sector privado absorberá los incrementos de los energéticos y de los salarios mínimos	Programa de apoyo que signifique mayores ingresos al productor, sin afectar los precios finales	Aumento a los mínimos del 7% a partir del 1º de enero de 1993	Se promoverán las condiciones y un entorno favorable para la productividad y competitividad (14) y (15)
PECE VIII (3-10-93)	El sector privado conviene en repercutir en menores precios de venta las reducciones en los costos de insumos públicos y el descenso en la tasa del ISR	El gobierno crea el programa de apoyos directos al campo (Procampo) con una inversión de 11 mil 700 millones de nuevos pesos	Aumento de 5% a los mínimos, más un incremento que corresponda a la productividad promedio de la economía(16)	Fortalecer el proceso de desregulación de la actividad económica con el objeto de remover los obstáculos que generan ineficiencia para propiciar una mayor competencia

PABEC I (24-09-94) No firman SME, SNTE ni Coparmex	El sector privado se compromete a disminuir precios	Procampo crea un programa definitivo	Aumento de 4% a los mínimos y de 3% a los trabajadores que ganen hasta 2 salarios mínimos por significación fiscal tributaria	A pagos fiscales a empresas bajar 10% el impuesto a los activos y facilidades de pago
APRE I (29-10-95)	El sector empresarial se compromete a absorber los impactos en costos que implican las alzas a precios y tarifas públicas	Incrementar la producción de alimentos por arriba del crecimiento poblacional	Aumento del 20%. El 10% se aplicará desde el 4 de diciembre y el resto en abril de 1996	Promover las exportaciones para impulsar la reactivación económica
Alianza para el crecimiento 26-10-96	El sector empresarial se compromete a absorber los costos y podrán deducir hasta 71% de las inversiones en autos nuevos	Mantener programas de abasto social de leche, tortilla y se mantendrán los recursos canalizados a Procampo	Aumento de 17% desde el 3 de diciembre	Promover las exportaciones para impulsar la reactivación con un déficit de 2% en cuenta corriente

(1) Desaparece la sobretasa del 5% del impuesto general a la importación. (2) En los niveles de 1987. (3) Alimentos procesados y medicamentos, lo que deberá trasladarse en beneficios del consumidor. A partir de la misma fecha se desgravará en 30% el pago del ISR a los ingresos de personas físicas que perciban hasta 4 veces el salario mínimo del D.F. se destinan recursos para duplicar las actividades del Fonacot. (4) Se inicia un programa nacional de desregulación económica. (5) No se aumentarán los precios de fertilizantes y la energía eléctrica que se utilice en el bombeo de agua para riego. (6) Aunque... los casos excepcionales que pongan en riesgo la existencia de la industria o el abasto de la rama correspondiente, serán analizados en su oportunidad. (7) El gobierno federal revisará el marco que regula las importaciones con el fin de evitar fenómenos de competencia desleal. (8) Se establecerán normas precisas para que las importaciones cumplan con los mismos requisitos de calidad que se exigen a los bienes nacionales pero en ningún momento se utilizará esta medida con fines proteccionistas. (9) Gasolina Nova 20.3%; Magna Sin 33%; tarifa eléctrica, 10%; combustible, 30%; gas licuado, 10%; diesel, 10%. (10) Hasta un máximo del 40% para el ISR de las personas con menores ingresos, beneficiaria, en proporción, a quien perciba hasta 4 veces el salario mínimo. (11) Nova 55%, Magna Sin, 25%; tarifa eléctrica, 15.3%; diesel, 9.7%; gas licuado, 2.4%. (12) Mediante el incremento del precio máximo de venta del dólar a razón de 40 centavos diarios, equivalentes a 4 diezmilésimas de nuevos pesos a partir de 1993, y por el mantenimiento del tipo mínimo de compra al nivel que ha tenido desde el 11 de noviembre de 1991. (13) Con un ajuste promedio mensual del 0.79%. En la gasolina Nova se aplicará a partir del 20 de octubre y en la Magna Sin a partir de 1993. (14) Seguirá el proceso de desregulación y reformas legales en materias de competencia, transferencia de tecnología, inversión extranjera, normalización, investigación y promedio industrial. (15) El gobierno aplicará un programa de solidaridad obrera, especialmente en la vivienda. (16) Se inicia un cambio en la materia de fijar los salarios mínimos en la economía, a fin de que éstos recuperen —de forma rápida— su poder de compra.

internas e internacionales de los países desarrollados o industrializados han tendido a incluir medidas sectoriales de industrialización, inversión y empleo, dirigidas o con una fuerte intervención gubernamental, en las estrategias de desarrollo empresarial, como es la contratación de insumos y bienes de consumo para abastecimiento del sector público, políticas de subsidios al sector agropecuario y políticas por objetivo en escala local en materia de inversión pública y empleo orientadas a privilegiar a las empresas nacionales sobre las importaciones o las empresas del exterior, por mencionar algunas de ellas.

Con excepción de 1989, los países en desarrollo experimentaron desde 1984 y hasta 1991 un constante aumento en el nivel absoluto de entrada de inversiones. El flujo de capital se dio en todas las regiones en desarrollo y se relaciona con el crecimiento económico continuo y vigoroso de Asia y el Pacífico, así como con la reanudación del crecimiento en varios países de América Latina (Brasil, Ecuador, México y Paraguay). Lo anterior se ha apoyado de forma importante en los procesos de liberalización y privatización, así como en el incremento de la rentabilidad de las inversiones, en función del relajamiento de las restricciones legales

CUADRO 5
Corrientes de entrada y salida de inversión extranjera directa,
1987-1991

<i>Grupo de países</i>	<i>En miles de millones de dólares</i>					<i>Tasa de crecimiento (%)</i>	
	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1981-1985</i>	<i>1986-1990</i>
Desarrollados							
Entrada	108	129	165	172	108	0.2	24
Salida	132	162	203	226	175	3	24
En desarrollo							
Entrada	25	30	28	30	36	-4	14
Salida	2	6	10	8	5	33	45
Todos							
Entrada	133	159	193	202	147	-1	22
Salida	135	168	213	234	180	4	24

FUENTE: Elaborado con cifras de Naciones Unidas, Comisión de Empresas Transnacionales.

a la operación de las empresas transnacionales, a diferencia de lo sucedido en la década de los setenta.

Otras medidas dedicadas a desviar las compras a bienes producidos en el país ha dado al amparo de conceptos tales como “seguridad nacional”, relativos a la industria electrónica, aeroespacial, y desarrollo tecnológico, postuladas en organismos internacionales. Y, finalmente, un conjunto más de medidas, éstas políticas, se inscribe en el marco de las represalias de comercio y de inversión contra mercados y países “indeseables”.

A los fenómenos anteriores, ocurridos durante más de dos decenios, que dieron lugar a transformaciones profundas en las relaciones entre los países, se agrega un resultado notable, expresado por el colapso del sistema socialista encabezado por la Unión de Repúblicas Soviéticas Socialistas (URSS), y el triunfo del sistema capitalista como opción única, en apariencia, para el desarrollo económico y social de los países; situación que marca un cambio importante en el mundo al concluir la “guerra fría”, con el triunfo aparente del sistema capitalista, dentro del cual habrían de buscarse las opciones de desarrollo para las economías del mundo.

A final de siglo, el proceso de globalización puede verse desde diferentes puntos de vista: histórico, económico, político y social. En la perspectiva social, 1989 marca el final de una era caracterizada por los estados-nación, que dieron origen a muchas de las instituciones que ahora parecen tambalearse, a pesar de que siguen siendo importantes para marcar el rumbo de la sociedad y que le dan un sentido a su movimiento.

- Para algunos, 1989 marca el cambio en el comportamiento de los estados-nación, cuyo surgimiento se analiza desde la perspectiva de un mundo bipolar que lo caracterizó después de 1945.
- Para otros, el verdadero surgimiento y fortalecimiento de los estados-nación se ubica en 1917, cuando se manifiesta con mayor fuerza el nacionalismo y una visión más amplia del poder.

- Finalmente, para otros grupos de estudiosos el surgimiento de los estados-nación se ubica en 1789, a partir de la Revolución francesa, y culmina en 1989 con la desaparición del modelo soviético.

En todos los casos el cambio lo marca la caída del socialismo como sistema político y económico, el cual acelerará la integración de los mercados, la libre movilidad del capital y la mano de obra como elementos determinantes de este fenómeno.

La redistribución geográfica del poder económico en escala mundial con la fuerte participación de los organismos internacionales ha constituido un proceso muy significativo, no solamente para la redefinición o confirmación de los modelos productivos y sociales de los países, sino porque ha llegado a afectar de manera relevante la interpretación de los principios y conceptos en que se basaba tradicionalmente el diseño y la ejecución de las “políticas nacionales” de los gobiernos de los estados-nación. Vistos desde el punto de vista de la evolución de los principios que sustentan los modelos económicos aplicados por la mayor parte de los países, como desde la óptica de la interpretación de los conceptos tradicionalmente usados para analizar y resolver las demandas de la sociedad y la realidad de la misma, los cambios parecen aún más dramáticos. Frente a esta situación, una de las preguntas obligadas a los líderes de los países sería: ¿en qué medida dichos cambios afectan la capacidad de formular y ejecutar las políticas de los gobiernos de los estados-nación?

De la misma forma, parecería que otro de los cuestionamientos que habría que hacerse antes de emprender nuevas medidas sería: ¿cuáles son los principios morales que sustentan la aplicación de modelos ajenos a las realidades de sus sociedades y que obliga a reinterpretar sus necesidades? ¿Cuál es la capacidad real de un gobierno para emprender políticas de desarrollo que siendo congruentes con las condiciones y características de su sociedad, sean compatibles con un proceso acelerado de globalización de los

mercados en el mundo?, parecería también una pregunta obligada ante necesidades crecientes en el ámbito interno que no es posible resolver por la influencia creciente de las corrientes mundiales de pensamiento, de relaciones económicas, de movilización de bienes y servicios, y la dinámica y contradicciones reales y aparentes que plantean algunas de ellas.

Y, finalmente, se constituye en una pregunta fundamental para los países desarrollados y en desarrollo para enfrentar los retos sociales y productivos que plantea el final del siglo XX y el inicio del siglo XXI: ¿De qué manera la reinterpretación de los conceptos básicos contenidos en el discurso político y las relaciones de poder pueden conducir a un Estado-nación a reivindicar su capacidad de atender las demandas de sus ciudadanos y con ello recuperar su credibilidad y un horizonte de largo plazo para que se realicen inversiones productivas y se mantengan en crecimiento los niveles de empleo?

Del análisis de los indicadores económicos y sociales relevantes de los países resulta evidente que los conceptos sobre los cuales se basaba la formulación de las políticas, ha tenido cambios de importancia. Así, el concepto de soberanía, que en el sentido amplio se refiere a la capacidad de un gobierno para concebir y ejecutar las políticas de seguridad nacional, así como las políticas de desarrollo interno, tiene ahora una connotación limitada por el proceso mismo de globalización: prácticamente ningún país puede formular ambas políticas sin tomar en cuenta los procesos internacionales de reconformación de fuerzas políticas y económicas. Los asuntos de seguridad nacional han rebasado los límites políticos de las relaciones diplomáticas y las fronteras geográficas, y no solamente los gobiernos de los países más fuertes ejercen presiones para interpretar los asuntos regionales o internacionales en forma de grupo, sino que también los organismos regionales y mundiales lo hacen para que estos asuntos se atiendan de manera conjunta.

Lo anterior hace que los países en desarrollo, normalmente receptores de dichas medidas, las deban considerar al formular sus

políticas internas, reinterpretando el concepto tradicional de soberanía. Más aún, en lo que hace a políticas de desarrollo, la modificación del concepto parece más clara. Algunos ejemplos de dicha influencia se derivan de la libre movilidad del capital entre los mercados financieros, que de no estar en sincronía con las decisiones de los principales centros financieros del mundo, pueden conducir a la interpretación errónea de ciertas políticas, como la de control de la inflación, la administración de la política monetaria y la solidez en el manejo de las reservas internacionales de una economía. De la misma forma, en materia productiva las nuevas formas de concentración de la demanda internacional de bienes y servicios, además de propiciar la ruptura de cadenas productivas al interior de los países, han modificado de manera significativa los patrones de consumo y han influido en los patrones tecnológicos y de inversión productiva de las economías.

La revolución de la economía mundial ha llevado a que las políticas tradicionales de comercio sean cada vez más inadecuadas y de no considerar los parámetros adecuados pueden generarse reacciones en cadena fuera de control de los gobiernos locales. Ahora, en la medida en que los países enfrenten el reto de la globalización con políticas fiscales y monetarias y medidas de capacitación y educación de manera integrada, tendrán mayor capacidad para sobreponerse a los problemas que la misma globalización genera. No obstante, los conflictos y problemas potenciales son parte del cambio y hay que reconocerlo. Ello, sin duda, tiene efectos importantes tanto desde el punto de vista conceptual como del práctico para enfrentar los cambios. En el primer aspecto, relacionado con la esfera nacional, algunos de los elementos que deben considerarse son el flujo y la calidad de la información, la libertad de los movimientos de ciertos factores de la producción que debilitan la capacidad de formulación autónoma de políticas de desarrollo, o bien, la modifican de manera importante; la necesidad de hacer accesibles a los ciudadanos de un país unos servicios públicos acordes con sus necesidades y

formular estrategias congruentes de creación de empleos que permitan aumentar la riqueza del país, así como la transformación productiva.

En el ámbito político, es evidente que el reconocimiento de modificaciones en los conceptos tradicionales que sirvieron de base a la formulación de medidas de bienestar y desarrollo habrán de replantearse. Una de ellas es la concepción del ejercicio de las políticas de desarrollo, la cual de manera evidente se ha visto transformada. Otra se refiere a compartir problemas comunes en escala regional los cuales van más allá del ejercicio autónomo de los países; son compromisos, problemas y responsabilidades compartidas que habrán de resolverse principalmente en el ámbito político.

Respecto a la segunda pregunta, relativa a los principios morales que sustentan la aplicación de ciertas políticas o modelos, la influencia de los movimientos internacionales del capital y la tecnología, aunados a las nuevas formas de consumo, han conducido a replantear también las formas y los términos de la inversión productiva, así como los horizontes de realización de la misma, de tal manera que los proyectos productivos que se planean deben considerar no solamente los patrones de consumo existentes y los requerimientos de la sociedad en escala local, sino también los que pueden suscitarse en el mundo, tomando en cuenta las tendencias tecnológicas y productivas de los mercados, la mayor parte de las veces ajenas a las características y condiciones de los países en desarrollo, cuestionando los principios más elementales de los modelos económicos aplicables a las mismas. Desafortunadamente, las presiones a las que se ven sometidos los gobiernos de los países; tanto por la dinámica propia de los mercados como por la adopción de políticas inducidas, difícilmente mantienen dicha congruencia en el corto plazo, en detrimento de los niveles de bienestar de la población en lo general.

En efecto, muchas de las políticas ahora aplicadas en todos los países tienden a privilegiar el individualismo y parten de la base de

CUADRO 6
Indicadores socioeconómicos de países seleccionados

	<i>Crecimiento anual del PNB (%)</i>	<i>PNB per cápita, 1993 (dólares)</i>	<i>Inflación anual promedio (1980-1992)</i>	<i>Ingreso del 40% de hogares más pobres</i>	<i>Escolaridad promedio</i>	<i>Gasto en educación como % del PIB</i>
Canadá	2.6	19 970	4.1	17.5	12.2	6.7
Estados Unidos	2.7	24 740	3.9	15.7	12.4	5.5
Japón	4.0	31 490	1.5	21.9	10.8	3.7
Francia	2.1	22 490	5.4	17.4	12.0	5.4
España	3.1	13 590	8.7	22.0	6.9	4.5
Alemania	2.6	23 560	2.7	18.8	11.6	4.0
Reino Unido	2.5	18.060	5.7	14.6	11.7	5.3
Israel	4.1	13 920	78.9	18.1	10.2	6.0
Hong Kong	6.5	18.060	7.8	n.d.	7.2	3.0
Argentina	0.8	7 220	402.3	n.d.	9.2	n.d.
Corea	9.1	7 660	5.9	19.7	9.3	3.6
Chile	5.1	3 170	20.5	10.5	7.8	3.7
Singapur	6.9	19 850	2.0	15.0	4.0	3.4
México	1.6	3 610	62.4	11.9	4.9	4.1
Colombia	3.7	1 400	25.0	11.2	7.5	2.9
Brasil	2.1	2 930	991.4	7.0	4.0	4.6
China	9.6	490	6.5	17.4	5.0	2.3

n.d. No disponible.

FUENTE: Elaborado con cifras del FMI y del Banco Mundial.

sociedades igualitarias, sin tomar en cuenta las grandes diferencias históricas y culturales que prevalecen al interior de las economías, tanto en las formas de organización social y productiva, como en las relativas a las fuertes desigualdades entre segmentos de población y regiones, afectando, en consecuencia, de manera distinta a las sociedades y economías en donde se aplican. Así por ejemplo, una política de eficiencia productiva y empleo puede incidir de forma diferente cuando se parte de la base de un acervo productivo y tecnológico avanzado, que cuando la misma se aplica en economías y sociedades con fuertes carencias de dicho acervo y grandes diferencias en materia de educación y capacitación de la mano de obra.

Por otra parte, el ejercicio de estas políticas no considera las grandes diferencias educativas, y por ende la capacidad de estandarización de la mano de obra, la cual permitiría la libre movilidad de la misma entre los distintos sectores de la economía, lo cual en los países en desarrollo es una limitante estructural que trae como consecuencia un crecimiento del desempleo de tipo estructural que a su vez propicia problemas sociales más allá de lo permisible o controlable para los gobiernos de los estados-nación receptores de dichas medidas.

Otras situaciones en las que se considera que los efectos de dichas medidas de eficiencia son indeseables se refieren a los ámbitos de salud, educación y vivienda, en donde, contrariamente a los planteamientos simplistas sobre la búsqueda de la eficiencia mercantilista, es importante todavía la instrumentación de medidas gubernamentales para solucionar rezagos, pues la penalización del mercado dejaría fuera de dichos servicios a la población de menores ingresos, siendo en general contradictoria con los principios morales que sustentan las propias medidas neoliberales, de eficiencia en la asignación de los recursos y el uso óptimo de los mismos, orientados a maximizar la satisfacción de los individuos mediante su disponibilidad.

Derivado de los puntos señalados es evidente que la capacidad

de los gobiernos para formular y ejecutar sus políticas de desarrollo se ha visto afectada seriamente, en la medida en que los movimientos internacionales influyen y muchas veces determinan la adopción de cierto tipo de políticas con las modificaciones legales y administrativas que implican. La instrumentación rápida de las mismas, para tratar de alcanzar niveles de competitividad similares a los de los países industrializados, puede generar efectos indeseables también en los campos económico, social y político, si estos cambios se realizan sin dar los tiempos necesarios para su asimilación. La diferencia existente al interior de los países requiere de tiempos distintos, según las condiciones y características de cada economía y sociedad, a efecto de evitar consecuencias disruptivas en todos los ámbitos, tiempo que aparentemente es poco aun para las economías más desarrolladas y con sociedades igualitarias, y prácticamente nulo pero indispensable para las economías en desarrollo.

El análisis, entonces, de las condiciones y características que guarda cada economía es también indispensable para poder hacer compatibles las corrientes mundiales de pensamiento y el desarrollo de los mercados con los requerimientos y condiciones imperantes al interior de cada país. La riqueza de la información de dicho análisis es una garantía para que las medidas que se formulen e instrumenten guarden la mayor congruencia posible con la realidad —y no con la interpretación de la misma— de dichas sociedades.

Por último, parece inevitable que la reinterpretación de conceptos tradicionales como algunos de los que se han señalado, es necesaria para satisfacer al mismo tiempo la dinámica internacional de los cambios que se suceden en los ámbitos tecnológico, productivo y de inversión, así como para atender los requerimientos internos de la sociedad y del país. Ello, de frente al final de siglo y el comienzo de uno nuevo aparece como un reto fundamental para economías y sociedades como la mexicana, en donde las contradicciones que han generado las políticas aplicadas durante

los últimos 15 años en materia social y productiva indican que si bien el proyecto de sociedad y de nación previsto en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos sigue siendo vigente, es necesario reforzar los conceptos relativos a los derechos de los individuos, la propiedad privada, el federalismo, los principios democráticos y el respeto a la autodeterminación de las naciones, a efecto de avanzar en la construcción de una sociedad que siendo más igualitaria permita una transición ordenada en materia de bienestar y fortaleza económica y social en el largo plazo.

BIBLIOGRAFÍA

- Cardoso, Fernando Henrique, *Social Consequences of Globalization. Marginalization or Improvement*, Conference at the Indian International Centre, Nueva Delhi, 1996.
- De la Madrid Hurtado, Miguel, *Conferencia sobre Soberanía Nacional y Mundialización*, México, Instituto de Investigaciones Jurídicas, Universidad Nacional Autónoma de México, septiembre de 1996.
- Economic Report of President Transmitted to the Congress*, United States Printig Office, Washington, D.C., 1975-1996.
- Edwards, Sebastian, "Latin America's Interperformance", *Foreing Affairs*, vol. 76, núm. 2, Nueva York, marzo-abril, 1997.
- Ferrer, Aldo, *Historia de la globalización. Orígenes del orden económico mundial*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica, 1996.
- Feruqui, Shakil, *Financial Sector Reforms. Economic Growth and Stability Experiences in Selected Asian and Latin American Countries*, Washington, The International Bank for Reconstruction and Development, Banco Mundial, 1994.
- Garritsen de Vries, Margaret, *The IMF in a Changing World 1945-1985*, Washington, FMI, 1986.
- Gray, John, *After Social Democracy*.
- Kagami, Mitsuhiro, *Voces del Asia Oriental. Posibilidades para el desarrollo de América Latina*. México, Editorial Jus, 1996.

- López Portillo y Pacheco, José, *Umbrales*, México, Editorial Patria, 1997.
- Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, *El regionalismo abierto en América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, CEPAL, 1994.
- , *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, CEPAL, 1996.
- Noticias periodísticas, *El Economista*, *El Financiero* y *Reforma*, varios números, México, 1995-1997.
- OCDE, *Estudio de la OCDE sobre el empleo*, Centro de la OCDE en México, 1994. También en *El Economista Mexicano*, enero-marzo de 1997.
- Takefusa, Nakamura, *Lectures on Modern Japanese Economic History 1926-1994*, LTCB International Library Foundation, 1994.
- Todaro, Michel P., *Economic Development in Third World*, Londres, Longman Group Limited, 1977.
- Ugarte Chávez, Juan Manuel, *México ante el reto de un nuevo modelo de administración gubernamental congruente con la evolución de la sociedad*, mimeo., México, 1993.
- , *Después de la socialdemocracia: un análisis crítico del estudio de John Gray*, mimeo., México, junio de 1996.
- United Nations Industrial Development Organization, *International Economic Restructuring and the Territorial Community*, Viena, Austria, 1985.
- Wilber, Charles K., *The Political Economy of Development and Underdevelopment*, Nueva York, Random House, 1979.
- Wyman L., Donald, *Mexico's Economic Crisis: Challenges and Opportunities*, Monograph Series, núm. 12, San Diego, Center for U.S.-Mexican Studies, Universidad de California, 1983.
- World Bank, *The World Development Report*, Nueva York, Oxford University Press, varios números, 1980-1992.

LA INNOVACIÓN FINANCIERA: PRONÓSTICO PARA EL NUEVO MILENIO

Raúl Moncarz

La innovación financiera es la tendencia continua del sistema financiero a desarrollar nuevas formas de servicios y tecnologías para el otorgamiento de servicios. También puede entenderse como el proceso que trata de adaptar los instrumentos y procesos financieros existentes, así como desarrollar nuevos con el propósito de permitir que los participantes de los cambiantes mercados financieros puedan desenvolverse mejor en ellos. Específicamente, los cambios en los costos de proveer liquidez (compartir el riesgo) o servicios de información, o los cambios en la demanda de estos servicios, hacen que también ocurran cambios en las operaciones de los mercados y las instituciones financieras. En el sistema financiero a esto se le conoce como innovación financiera.

El propósito de esta investigación es demostrar que la innovación financiera es básica para un mejor desenvolvimiento económico, ya que implica costos financieros más bajos, mayor liquidez, menor riesgo y más información. Muchos atribuyen las innovaciones a las grandes crisis que han ocurrido a través del tiempo, y en el caso de las financieras éstas siguen en parte este concepto y además ayudan en el mercadeo de nuevos instrumentos y formas que facilitan un mejor sistema. En el siglo XX las innovaciones financieras han surgido de grandes cataclismos económicos como la Gran Depresión, las dos grandes guerras, y del cambio de las economías nacionales, sobre todo de países ricos hacia economías de servicios. Asimismo, las restricciones financieras han causado

crisis y después, las innovaciones han salvado la situación. En la segunda mitad del siglo XX, las innovaciones financieras han sido muchas, en gran parte como resultado de la globalización de las economías, de los nuevos paradigmas basados en la privatización y la liberalización de los mercados, así como de las nuevas tecnologías.

ANTECEDENTES Y REALIZACIONES

Los factores responsables de la innovación financiera pueden resumirse en los siguientes: ventajas en los impuestos; reducción en los costos de las transacciones; reducción de los costos de agencia; redistribución del riesgo; aumento de la liquidez; factores regulatorios o legislativos; nivel y volatilidad de la tasa de interés; nivel y volatilidad en los precios; trabajos de académicos; beneficios en la contabilidad, cambios tecnológicos, y otros. En los años sesenta Johnson y Stein, después de extender el conocimiento de la teoría del portafolio, incorporaron la teoría moderna del *hedging*. Los trabajos de Sharpe, Lintner y Mossin,¹ crearon colectivamente la teoría de precios de activos de capital que es hoy en día la principal base del análisis de valores.

Con referencia a la banca comercial y a los mercados financieros, hay que mencionar no solamente los cambios, sino también lo difícil que es hablar de la banca cuando, con anterioridad a muchas de las innovaciones, era un arte basado en gran parte en relaciones personales adquiridas a través del tiempo. Hoy en día la innovación financiera adquirida desde los sesenta ha incrementado la competencia entre las instituciones financieras, pero desde un

¹ W. Sharpe, "Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, vol. 19, septiembre de 1964, pp. 424-442; J. Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, vol. 47, febrero de 1965, pp. 13-37, y J. Mossin, "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, vol. 34, núm.4, octubre de 1966, pp. 768-783.

punto de vista técnico y maquinista; asimismo, ha habido un gran crecimiento de las instituciones en escalas nacional y mundial. Para mantener y aumentar su rentabilidad, los bancos comerciales han tenido que encontrar la forma de continuar capitalizando su mayor ventaja competitiva con respecto a los mercados financieros, lo que incluye costos de transacción e información más bajos que satisfacen las necesidades financieras de muchos prestamistas. Una clasificación de nuevos arreglos son los préstamos basados en rubros fuera de balance (*off-balance-sheet lending*), por los cuales los bancos toman provecho de sus ventajas en los costos sin necesariamente hacer los préstamos tradicionales. Esto quiere decir que la banca presta, aunque el banco no necesariamente mantiene como activos los préstamos que hace. Esta categoría de arreglos incluyen tres innovaciones importantes de las instituciones financieras. En primer plano las cartas de crédito en espera (*Standby Letters of Credit*), en segundo, los compromisos de préstamos, y finalmente, la venta de préstamos.

Las cartas de crédito en espera nos dan un ejemplo de cómo los bancos aumentaron su competitividad en el mercado de corto plazo, en específico con las cartas de crédito. Ya que el papel comercial es por lo general de corto plazo y se refinancia a su vencimiento, los prestamistas quieren estar seguros de que tendrán acceso continuo a sus fondos. Un número de bancos en forma rutinaria venden a prestamistas de papel comercial una carta de crédito en espera, en la cual un banco promete prestarle al prestatario fondos, si es necesario para pagar el papel comercial que se vence. Históricamente, los prestamistas han pagado a los bancos por este servicio manteniendo un balance compensatorio. En los noventa, los bancos cobran por este servicio alrededor del 0.5 por ciento.

La garantía de tener crédito no significa que este tipo de carta de crédito sea de gran ventaja para prestamistas no muy conocidos. Desde este punto de vista las condiciones de crédito pueden dividirse en dos partes: el análisis del crédito-riesgo, que es el

proceso de conseguir información, y el proceso de financiamiento. La importancia de este tipo de instrumento consiste en que los bancos pueden brindar el análisis de crédito-riesgo en una forma eficiente y así el mercado por lo general logra el financiamiento en una forma menos costosa. Muy diferente a préstamos convencionales, este rubro no aparece en las hojas de balance del banco.

Esto quiere decir que para restablecer sus lazos con los prestamistas, los bancos tomaron ventajas de sus costos de información y de transacción para entrar en el mercado del papel comercial por la puerta de atrás ofreciendo estos instrumentos. Esta innovación ha permitido a los bancos minimizar los daños causados por las regulaciones anticompetitivas al recibir pagos que los compensan por sus servicios de información.

El crecimiento en estas cartas de crédito ha sido extraordinario. El volumen generado por los bancos en este tipo de cartas se expandió a razón del 26% durante los ochenta, y el crecimiento ha continuado en los noventa. Hay que recalcar que los bancos que mayormente se han beneficiado de este tipo de instrumento han sido los más poderosos, como parte de sus esfuerzos para recuperar a sus clientes corporativos tradicionales del mercado de papel comercial.

En el caso de los compromisos de préstamos, el banco accede a brindar al prestatario una cantidad establecida de fondos por un tiempo determinado. El prestamista entonces tiene la opción de decidir cuándo o si él recibirá el préstamo. Este tipo de instrumento representó alrededor del 2% de todos los préstamos industriales y comerciales otorgados en los ochenta y noventa.

En el caso de la venta de préstamos durante los ochenta, la de los *activos respaldados (securitization)*, en los mercados de dinero y capital creció en una forma acelerada. Los intermediarios financieros venden préstamos o valores directamente a los inversionistas en diferentes mercados, en lugar de retener las obligaciones de los clientes. Esta valorización está muy arraigada hoy en día; los intermediarios venden en diferentes mercados muchos tipos de prés-

tamos bancarios, incluyendo préstamos de hipotecas y para automóviles; cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y préstamos a empresas, entre otros. El proceso de valorización ayuda a los prestamistas a diversificar y compartir riesgos, ya que pueden vender partes de la cartera de préstamos que ellos originan. Además, el proceso permite a los bancos concentrarse en disminuir los costos de información y transacciones para muchos ahorradores y prestamistas sin que tenga necesidad de retener todos sus préstamos hasta su vencimiento.

Como parte de la tendencia hacia la valorización en los ochenta, el mercado para la venta de préstamos bancarios aumento de una cifra ínfima a casi 250 billones. Hay que hacer constar que por lo general el banco vendedor de préstamos no brinda garantías sobre el valor del préstamo vendido, ni tampoco ofrece ningún tipo de seguro. Asimismo, vendiendo préstamos los bancos ponen su buen nombre en juego en lugar de su capital. Un banco que venda muchos préstamos problemáticos no se mantendrá en el mercado por mucho tiempo y, como sabemos, para un banco su buen nombre a veces es más importante que su capital. Una forma por la cual los bancos pueden asegurarse de la calidad de los préstamos es manteniendo parte de éstos y así convencen a los compradores de su obligación de monitorear las actividades del prestatario.

Los préstamos por tarjetas de crédito le brindan al banco la oportunidad de obtener una mayor rentabilidad al permitirle hacer préstamos pequeños al consumo y a empresarios por medio de una línea de crédito preautorizada. Hay que notar que en el pasado los préstamos pequeños no eran muy rentables para los bancos, ya que era costoso seguirlos y mantenerlos. Con la innovación de la computadora y el procesamiento de datos, estos costos bajaron significativamente y ha impulsado el crecimiento de esta nueva forma de préstamo bancario. Además, el negocio de la tarjeta de crédito puede ayudar a aumentar la rentabilidad del banco al atraer a los consumidores a otros servicios bancarios,

haciendo que los costos variables bajen aún más y haciendo difícil distinguir cuál de los costos del banco se aplica a cada categoría.

Otro factor básico que ha traído consigo innovaciones ha sido el efecto de las diferentes regulaciones o leyes en el sistema bancario y en la banca y el público. La regulación de la tasa de interés que los bancos pagan a sus depositantes creó un gran número de oportunidades para que los mercados financieros y las instituciones no bancarias innovaran y atrayeran ahorrantes y prestamistas de los bancos. Éstos respondieron al desafío con sus propias innovaciones.

En lo referente a las regulaciones sobre la tasa de interés, los bancos también encontrarán nuevos instrumentos financieros para sus ahorradores y de esa forma podrán mantener el negocio con sus clientes. El certificado negociable de depósito es ya universal, pero en su época le permitió a muchos bancos mantener sus depósitos aunque en diferente forma. Además, los bancos desarrollaron técnicas para pagar intereses en fondos depositados: las órdenes negociables de salida de fondos, certificados negociables de depósitos, también conocidos como cuenta *Now*. Otra forma de proteger la posición relativa de los bancos con referencia a depósitos mayores de 100 000 dólares se logró con el uso de acuerdos de recompra, también conocidos como "RP's", donde una corporación compra una obligación gubernamental a corto plazo y el banco se compromete a comprarlo nuevamente el próximo día por un precio un poco más alto, pagando, por tanto, interés al depositante. Los eurodólares de *Overnight*, es una transacción en la que el depósito a la vista del cliente del banco es automáticamente sacado y depositado en una sucursal extranjera, donde se paga interés. Por último, está el sistema de transferencias automáticas (ATS), que también paga intereses en las cuentas corrientes, que consiste en recoger el balance de la cuenta corriente del cliente al final del día y convertirlo en acuerdos de recompra de *Overnight*.

DESAFÍOS PARA LA BANCA COMERCIAL

En los noventa la banca comercial se enfrenta a nuevos retos, como el remplazo de cheques con pagos electrónicos. Las cuentas de los depositantes son ahora accesibles instantáneamente en todo el país por medio de los cajeros electrónicos y de las tarjetas de débito y de crédito; además, desde su casa o oficina, el cuenta corriente puede librar sus transacciones con una computadora. Estos hechos conllevan la posibilidad de que personas o entidades no bancarias brinden servicios en los pagos más eficientes y atractivos que los proporcionados por los bancos, o que algunos superbancos se unan a estas operadoras con los mismos resultados.

El resultado neto de esta innovación tecnológica es reducir aún más el esencial mantenimiento de relaciones entre los depositantes y sus transacciones y el de proveer servicios de pagos. Esto puede convertirse en una pérdida para otros bancos o entidades no bancarias que ofrecen dichos servicios, y también la pérdida de servicios tales como cuentas de ahorro, préstamos al consumo, préstamos a pequeños y medianos empresarios, que están asociados con los otros servicios financieros que el banco trata de prestar a sus clientes.

Otras innovaciones que están transformando el sistema de pagos y que están moviendo el futuro al presente son las tarjetas con valor retenido (*Stored value cards*), que pueden servir para diferentes propósitos, como el pago del metro, cargos de teléfono, comida y cualquier otro servicio prepago. Los bancos u otras entidades le darían a la persona después del pago correspondiente, un crédito por la misma cantidad, el cual se usa mediante la tarjeta con valor retenido. Otro instrumento es la transferencia electrónica de beneficios (*electronic benefits transfer*), que puede servir con diferentes propósitos: recibir servicios del seguro social, pagos a personas jubiladas, préstamos para estudiantes, etc.; cuyos fondos son transferidos electrónicamente de agencias privadas y

gubernamentales directamente al beneficiario. Otra innovación son los pagos por medio de la red Internet, que están remplazando a los que se realizan por teléfono. También es posible realizar todo tipo de compras por medio de este servicio, el cual está ampliándose mediante el uso del televisor del consumidor, lo que trae como resultado mayores ventas y servicios. Con respecto al indispensable cheque, los vaticinios para Estados Unidos son que para el año 2011, solamente 15 años a partir de ahora, el 58% de todos los pagos que no sean en efectivo se harán electrónicamente.

INNOVACIONES EN LOS INSTRUMENTOS DE INGRESO FIJO

Hay que destacar que entre las innovaciones más importantes en los últimos dos lustros están la del bono de cupón cero, las hipotecas de diferentes tipos con respaldo (*multi-class mortgage-backed*), los activos en valores con respaldo (*asset backed securities*), así como el advenimiento de las reposiciones/mercado (*reverse*), la revocación de deudas (*debt defeasance*), y la popularización de los bonos tipo *junk*, la simplificación en los procedimientos para emitir valores, y la creación de varias formas de valores preferenciales junto con la tasa de deuda flotante de conversión.

La creación de los bonos de cupón cero, los diferentes tipos de hipotecas con soporte y los activos en valores con soporte están todos relacionados con el proceso conocido como arbitraje de conversión. Las últimas dos innovaciones son también un buen ejemplo de la valorización de los activos. Los bonos de cupón cero son muy atractivos y han capturado gran parte del mercado, ya que son obligaciones a largo plazo que se venden por debajo de su valor par y sin la promesa de pago de interés alguno. La curva de rendimiento de estos bonos se ha convertido en un instrumento importante para medir las condiciones de oferta y demanda por deuda con vencimientos específicos; también es importante el precio de las derivativas, específicamente en el caso de trueque de

tasas de interés. Este tipo de bono es una innovación financiera importante, ya que con una combinación adecuada de ceros, éstos pueden replicar el flujo de efectivo de un gran número de otros instrumentos.

El mercado de reposiciones/*reverse* proporciona un mecanismo de financiamiento a corto plazo de inventarios de proveedores, un vehículo para la inversión a corto plazo de exceso de liquidez y una fuente de valores para ventas *short*.

La revocación es una estrategia donde la empresa puede eliminar su deuda de la hoja de balance. La parte que revoca adquiere un bono del Tesoro que produce un flujo de efectivo que corresponde exactamente a sus pasivos. Los valores del Tesoro entonces se transfieren a un fideicomiso y la deuda se revoca. El mercado de bonos *junk* ha permitido un mayor y mejor acceso a los mercados de capitales a empresas que carecen de un suficiente historial financiero para tratar de conseguir financiamiento de los mercados tradicionales. Estos bonos *junk* también han servido como un poderoso vehículo para financiar procesos de adquisición de una compañía por otra, y compras de empresas por medio del apalancamiento.

La emisión de valores se ha mejorado con el establecimiento de registro en caja. Esta innovación ha permitido a las empresas solicitar un registro con la Comisión de Valores para entrar en el mercado a medida que las oportunidades o la necesidad lo marquen. Esta solicitud es buena por dos años y ha reducido los costos de ofrecer nuevos valores a las empresas que toman ventaja de este instrumento.

Otras innovaciones en el mercado de ingreso fijos han sido los valores preferenciales con tasa flotante y la deuda con tasa flotante. En el primer caso estamos hablando de valores preferenciales en el cual el dividendo se ajusta. El rendimiento por lo general se relaciona con un índice de tasas de interés. En el segundo caso estamos hablando de endeudamiento cuya tasa de interés varía inversamente con un índice de tasas de interés.

CONCLUSIONES

Esta contribución ha explorado las tendencias que están transformando los mercados financieros e institucionales y específicamente las innovaciones en el sistema de la banca comercial, como el de obligaciones de plazo fijo. Obviamente, las instituciones financieras tendrán que prestar más atención en el futuro a la administración del riesgo y a las tendencias a usar nuevos instrumentos para que las empresas se mantengan competitivas.

La innovación financiera en los bancos y los mercados financieros ha aumentado la competencia entre las instituciones financieras. Para mantener su rentabilidad, los bancos han tenido que encontrar nuevas formas para capitalizar su más grande ventaja comparativa en relación con los mercados financieros: sus costos más bajos de transacción e información.

TERCERA PARTE

SOBREENDEUDAMIENTO
Y CRISIS BANCARIA

DESREGULACIÓN FINANCIERA Y SOBREENDEUDAMIENTO: MÉXICO-ESTADOS UNIDOS

*Eugenia Correa**

INTRODUCCIÓN

La condición de sobreendeudamiento en las economías estado-unidense y mexicana ha venido produciéndose en la medida en que se fue ampliando la brecha entre los altos rendimientos financieros y la limitada capacidad de elevar la creación de excedente económico.

La crisis mexicana de diciembre de 1994 puso de manifiesto la estrecha relación económica entre ambos países y, en particular, las crecientes dificultades de Estados Unidos para enfrentar su condición de prestamista de última instancia internacional y la fragilidad financiera subyacente.

La posición del dólar y de sus intermediarios financieros de nuevo depende de los rendimientos financieros ofrecidos en su propio mercado. Sin embargo, el mantenimiento e incluso el incremento de las tasas de interés en dólares están elevando nuevamente sus pasivos totales. La estrategia de aterrizaje suave instrumentada desde 1994 no ha dado los frutos esperados, en la medida en que sobrevino la propia crisis mexicana y el mercado bursátil

*Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM.

La autora agradece la invaluable colaboración de los becarios Carlos Argüello y Claudia Maya para la elaboración de este trabajo, así como el apoyo brindado por la Dirección General de Asuntos del Personal Académico, UNAM.

mostraba signos de agotamiento desde finales de 1996. La condición de banquero del mundo y simultáneamente de mayor prestatario del mundo será insostenible y la deflación en activos denominados en dólares podría presentarse conforme la Unión Europea avance hacia el cumplimiento de los acuerdos de Maastricht.

En este trabajo se busca analizar los problemas de sobreendeudamiento compartidos, los efectos deflacionarios en la economía mexicana y las modalidades de construcción de la vía para frenar el sobreendeudamiento. Se concluye que la economía mexicana no puede optar por una vía semejante a la desarrollada en la estadounidense, además de que ésta tampoco ha sido eficaz y por el contrario el sobreendeudamiento de nuevo está alcanzando niveles históricos.

SOBREENDEUDAMIENTO Y DEFLACIÓN

La disparidad entre las tasas reales de interés y las tasas reales de crecimiento económico apareció por primera vez en los años ochenta, cuando la política monetaria estuvo enfocada únicamente a combatir las tendencias inflacionarias. Sin embargo, ahora parece convertirse en un rasgo permanente de las economías industrializadas.¹

El creciente endeudamiento de las empresas y de los gobiernos en estas condiciones, cuando los costos financieros aumentan más rápidamente que el ingreso, lleva al sobreendeudamiento. En tanto éste se mantiene, sucede un proceso de transferencia financiera desde prestatarios hacia prestamistas. Dichas transferencias se convierten en un obstáculo al crecimiento económico y en consecuencia sobreviene una etapa de deflación de activos.²

¹ UNCTAD, *Trade and Development Report*, Ginebra, 1995, p. 192.

² Michel Aglietta, "Globalización financiera, riesgo sistémico y control monetario en los países de la OCDE", *Pensamiento Iberoamericano*, núm. 27, enero-junio de 1995, Madrid, AECI y CEPAL.

La quiebra de Bretton Woods implicó también el rompimiento de la relación preexistente entre las tasas de ganancia y de interés que había permitido un crecimiento económico estable entre las mayores economías de la posguerra. Dicha ruptura desestructuró el patrón de financiamiento y modificó radicalmente la preferencia por la liquidez. Desde entonces la intermediación financiera encuentra obstáculos para adelantar el capital que se saldará con la ganancia, habiendo perdido la tasa de interés su referente esencial.

La ampliación de los activos financieros en manos de los intermediarios ha dependido menos de la ganancia y más de los ingresos procedentes de otras fuentes o de la redistribución del mercado financiero. Parte decreciente de las operaciones bancarias dependen de la ganancia empresarial y de una mayor parte de la incorporación de activos no financieros a la esfera de intercambio financiero de éstos.³ Por ello, desde los años ochenta el financiamiento, lejos de constituirse en una fuerza revertidora de las tendencias al estancamiento económico, se convirtió en una impulsora, aunque en su curso los efectos deflacionarios queden distribuidos de manera desigual, entre países y regiones.⁴

Los procesos de sobreendeudamiento en las economías estadounidense y mexicana sin duda son diferentes en ritmo, profundidad y, en particular, en sus consecuencias en la dinámica económica. El primero es el que determina esencialmente al segundo, en la medida en que las tasas de interés en México han guardado una estrecha dependencia de las de Estados Unidos. Sin embargo, han sido varios los procesos presentes en la economía estadounidense que hasta ahora han permitido enfrentar el sobreendeudamiento sin consecuencias deflacionarias generalizadas:

- La profundidad de su mercado financiero, dada la amplitud de empresas medianas y pequeñas y, a pesar del empeoramiento en

³ Eugenia Correa, *Crisis y desregulación financiera* (en prensa).

⁴ *Ibid.*

la distribución del ingreso, la existencia de un amplio sector de capas medias.

- El rápido crecimiento de intermediarios financieros no bancarios y el dinamismo de la innovación financiera.
- La desregulación del mercado financiero que, junto con lo señalado en el punto anterior, ha permitido mantener la rentabilidad y atracción hacia su mercado de flujos externos.
- La desregulación también ha posibilitado la ampliación de su propio mercado mediante la cotización de títulos de otros mercados, incluidos los procedentes de los mercados emergentes.
- El mantenimiento del déficit fiscal así como la reducción de su déficit externo.

Como se abordará más adelante, dichos procesos no han estado presentes en la economía mexicana, lo que ha llevado a la profundización de las tendencias deflacionarias.

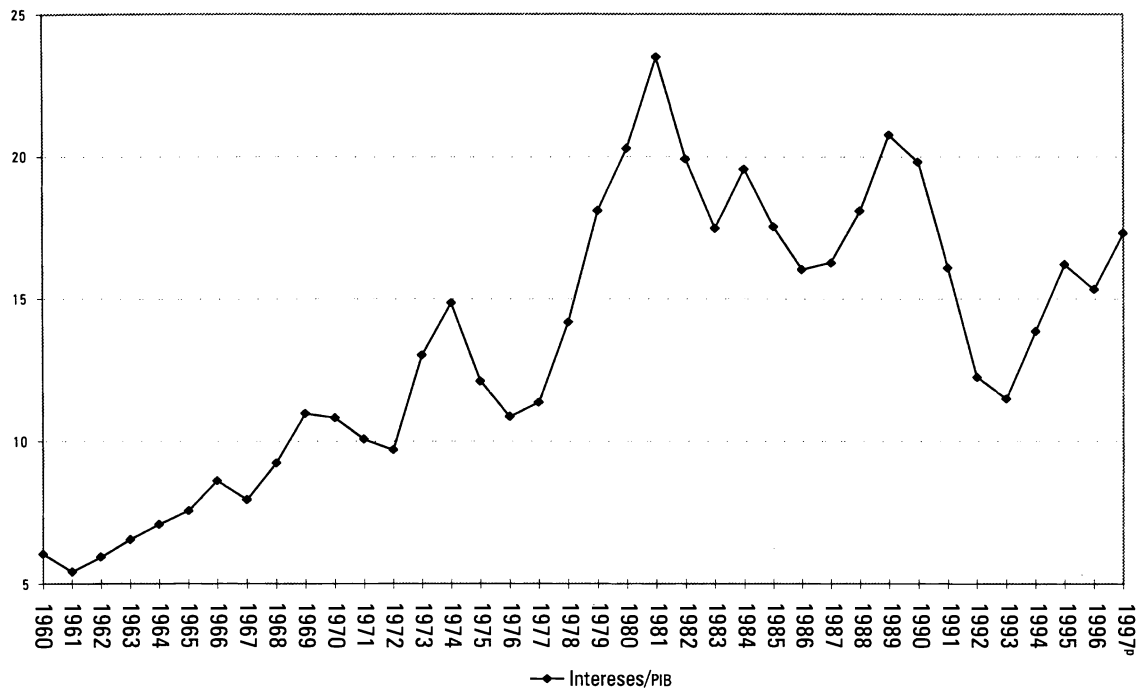
UNA ESTIMACIÓN DE LA MAGNITUD DEL SOBREENDEUDAMIENTO DE LAS ECONOMÍAS ESTADOUNIDENSE Y MEXICANA

La deuda interna de los sectores no financieros en Estados Unidos se duplicó de 1985 a 1996, creció a una tasa media anual de 6.8%, mientras que la inflación fue de 3.5% promedio anual en ese periodo. A finales de 1996 su monto superó los 14.5 billones de dólares, es decir, 192% del PIB de ese año. Se estima que la deuda interna de los sectores no financieros alcanzará unos 15.3 billones de dólares al finalizar 1997 y devengará intereses anuales equivalentes al 17.3% del PIB de 1997.⁵

El endeudamiento del gobierno continúa siendo el soporte del mercado financiero; la deuda bruta del gobierno federal llegó en

⁵ La tasa de interés real promedio en los años noventa llegó a 5.5%, muy por encima del ritmo de crecimiento económico y especialmente prolongada desde los años ochenta.

GRÁFICA 1
Estados Unidos: intereses devengados como porcentaje del PIB



^p Cifra preliminar

FUENTE: Elaboración propia con base en *Economic Report of the President*, febrero de 1997.

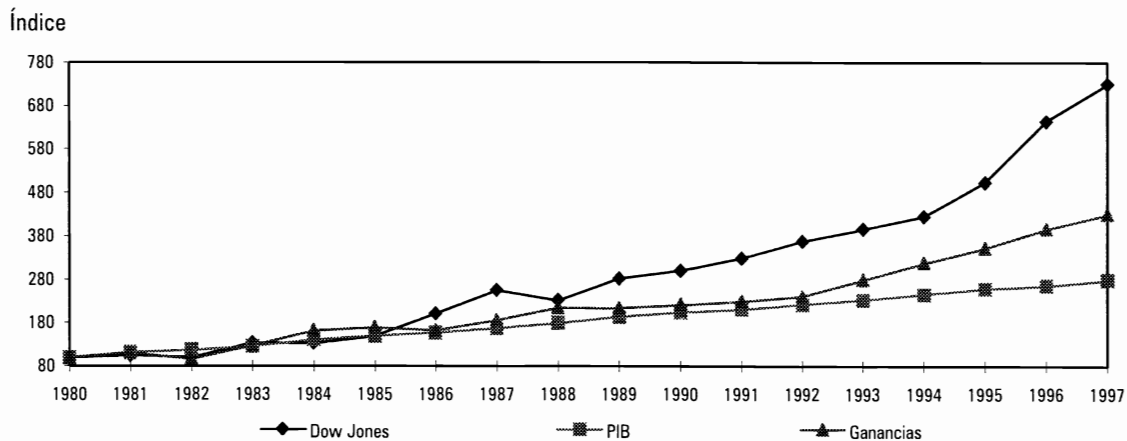
1996 a los 5.2 billones de dólares, que representó el 69% del PIB. Dicha deuda devengó intereses anuales por 348 000 millones de dólares, lo que representa el 4.7% del PIB de 1996, o bien el 24% del gasto federal de ese año.

Nuevamente la relación intereses devengados-PIB está creciendo, como sucedió durante 1980-1982 y 1989-1990, tal como se ve en la gráfica 1. En ambos periodos se sucedieron crisis financieras que pusieron en evidencia los altos niveles relativos de deuda e impulsaron procesos deflacionarios sectoriales.

En el primer caso se acompañó de la llamada “crisis de deuda” que estalló con la suspensión de pagos de México luego de las elecciones presidenciales de 1982. En el segundo caso, se acompañó de una crisis bancaria que sólo la flexibilidad de la política monetaria permitió enfrentar, de manera que el descenso de las tasas de interés durante cuatro años promovió un acelerado flujo de capitales hacia los mercados emergentes y, en particular, hacia títulos mexicanos. El nivel de las tasas de interés reales y nominales se elevó otra vez en los tiempos recientes y puede conducir nuevamente a posiciones de sobreendeudamiento. El volumen de deuda interna devenga un monto de intereses creciente que comienza a ser tan significativo para la economía como en los dos periodos anteriores. Frente a la tendencia ascendente de las tasas de interés de los títulos gubernamentales, en 1997 puede esperarse que el volumen de intereses que pagará la deuda interna con relación al PIB se eleve nuevamente a rangos que han mostrado ser insostenibles, lo que podría frenarse con un mayor crecimiento del PIB o bien con una elevación del ritmo inflacionario. Sin embargo, la fragilidad del mercado financiero es elevada, en especial si consideramos que desde 1993-1994, como puede verse en la gráfica 2, los rendimientos en el mercado de capitales también se han alejado de la dinámica del PIB y de las ganancias corporativas.⁶

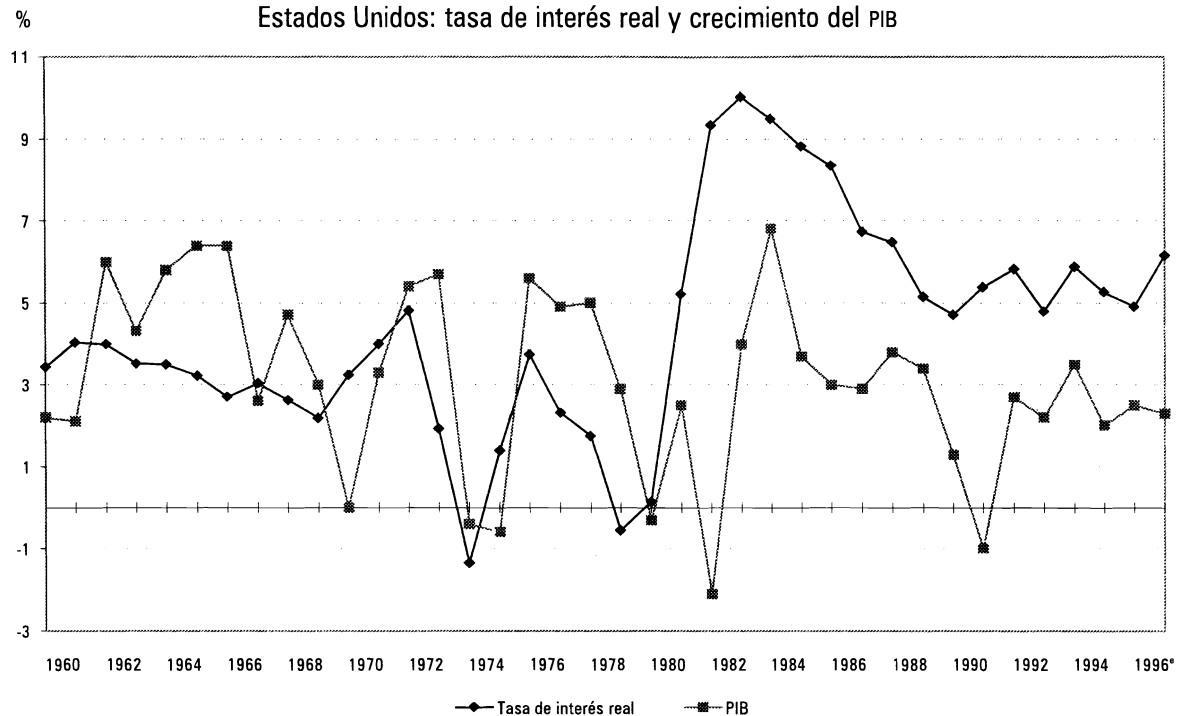
⁶ Las ganancias de las grandes corporaciones durante los últimos cuatro años ha procedido principalmente de reestructuraciones e incrementos en la productividad, sin ampliación de la capacidad productiva. De acuerdo con las cifras de las 500 mayores

GRÁFICA 2
Estados Unidos:
Dow Jones, PIB y ganancias corporativas
(1980=100)



FUENTE: Elaborado con base en *Economic Report of the President, February 1997*.

GRÁFICA 3
Estados Unidos: tasa de interés real y crecimiento del PIB



FUENTE: *Elaboración propia con base en Economic Report of t*

En una estimación de la tasa de interés real en relación con el crecimiento del PIB en los últimos 35 años pueden observarse los distintos periodos en que el interés real se encuentra por encima del ritmo económico. Desde los años ochenta, el primero se encuentra muy por encima de éste y, en particular, como puede verse en la gráfica 3, nuevamente en 1994 tiende a abrirse aún más la brecha.

El monto de intereses devengados por la deuda interna de los sectores no financieros en relación con las ganancias de las corporaciones también alcanza en 1995 uno de sus puntos más altos, en condiciones de crecimiento económico, llegando a representar el 192 por ciento.

Así, es difícil esperar que pueda contenerse el proceso de sobreendeudamiento de la economía estadounidense sin que aparezca un proceso deflacionario que eventualmente alcanzará al mercado de activos financieros, así sea de manera desigual. El sobreendeudamiento registrado hacia 1989-1990 fue frenado y ha podido ser enfrentado particularmente por los crecientes niveles de liquidez en manos privadas generados por la penetración de productos derivados. Así, un reducido sector de grandes conglomerados financieros puede actuar y lo hace, como prestamista de última instancia, proveyendo discrecionalmente de liquidez.⁷

La economía mexicana también presentó durante 1994-1996 un proceso de sobreendeudamiento pero, a diferencia de Estados Unidos, sucede tanto en pesos como en dólares. Una idea de la magnitud del sobreendeudamiento externo puede obtenerse de las siguientes cifras:

empresas estadounidenses de *Fortune*, en 1996 sus ganancias crecieron un 28%, mientras sus ingresos un 8%. La misma revista reconoce que esta dinámica no puede sostenerse por mucho tiempo. *Fortune*, junio de 1997.

⁷ Hay un renovado impulso al proceso de fusiones y adquisiciones y en particular una tendencia a la consolidación de las operaciones financieras en Estados Unidos, con la remoción de la Ley McFadden y la superación en la práctica de los límites impuestos por la Ley Glass Steagal. Restaría sólo resolver formalmente la cuestión de la tendencia accionaria de empresas no financieras por los conglomerados financieros.

La deuda externa total (incluyendo la deuda del sector público, del Banco de México, de la banca de desarrollo, de las empresas no financieras y de los bancos privados) sumó los 180 000 millones de dólares al finalizar 1996. Devengó intereses en este año por unos 16 200 millones de dólares, y en 1997 devengará aproximadamente 17 600 millones de dólares. De manera que sólo el pago de intereses de la deuda externa representó en 1996 un 4.3% del PIB, o bien 245% del superávit comercial alcanzado ese año.

La crisis financiera mexicana no termina con este sobreendeudamiento externo, como en la pasada crisis de deuda en 1982, sino que se agrega el sobreendeudamiento en moneda nacional de empresas, gobierno y consumidores. Al respecto se estima que los intereses devengados por el financiamiento interno alcanzaron el 12.6% del PIB en 1994. Pese a que dicho financiamiento se redujo, en términos reales, en un 23.6% en 1995, se estima que éste devengó intereses que representaron el 21.2% del PIB. Durante 1996, nuevamente, se redujo el financiamiento neto; sin embargo, los intereses devengados pudieron alcanzar el 16.8% del PIB y, en 1997, a pesar del descenso de las tasas de interés nominales en los dos años anteriores y del mantenimiento de la contracción crediticia, dicha relación se estima descenderá al 15.4% del PIB.

En suma, puede estimarse que, considerando los intereses devengados durante 1996 por la deuda externa (4.3%), más los correspondientes al financiamiento interno (16.8%), el monto total de intereses que debió soportar la economía representó el 21.1% del PIB, menor a la cifra de 1995 que alcanzó a ser alrededor del 26%. Para 1997 se estima que esa relación no descenderá de manera significativa y se encontrará en alrededor del 20%, cifras que señalan claramente la existencia de una carga financiera insostenible para la economía mexicana.

La combinación de desregulación financiera y liberalización comercial fue creando, a lo largo de los años noventa, las condiciones de sobreendeudamiento en que se encuentran actualmente las empresas, los consumidores, el gobierno y los propios bancos

mexicanos. La tasa de interés real, estimada sobre la base del costo porcentual promedio de la captación, se ha mantenido desde los últimos años de la década de los ochenta por encima del crecimiento económico (véase la gráfica 4).

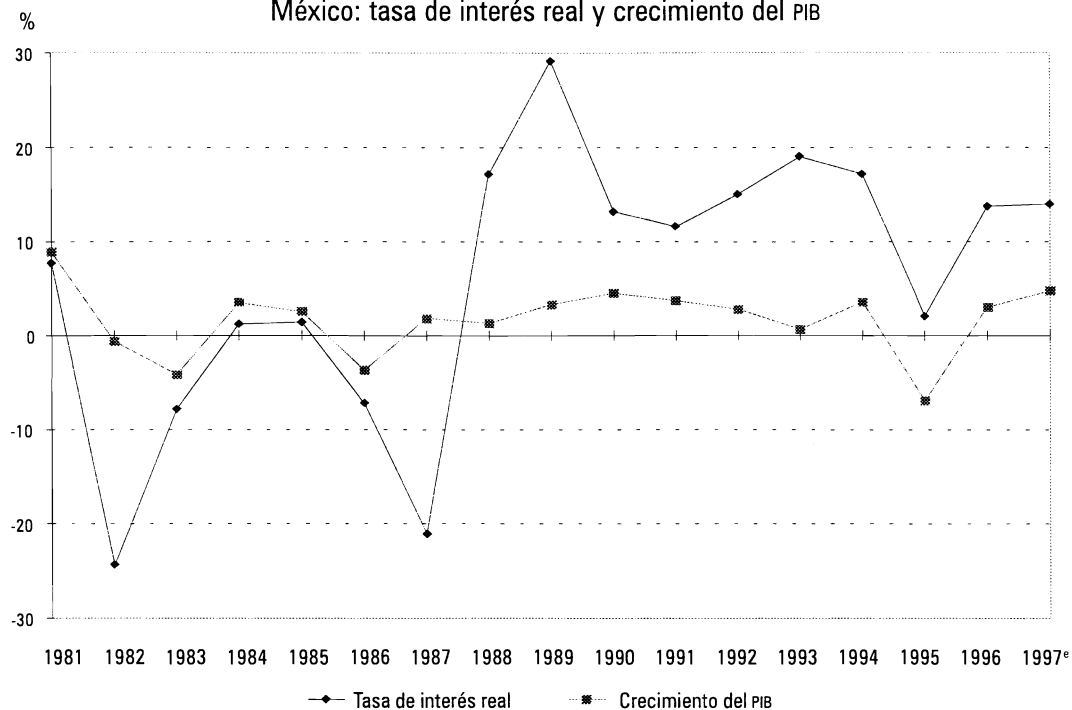
Con el estallido de la crisis financiera en diciembre de 1994 quedó bloqueado el proceso de financiamiento de la planta productiva y restringida la capacidad de refinanciamiento de la deuda externa, tanto del gobierno como de la banca. Por ello, la crisis cambiaría se convirtió en una nueva crisis de deuda acompañada de sobreendeudamiento. La carga financiera que mantiene la economía mexicana en los últimos años se aprecia en la gráfica 5, donde se estiman los intereses devengados por el crédito interno como porcentaje del PIB.

La desregulación financiera, en combinación con la apertura comercial, llevó a un creciente endeudamiento externo de los bancos (tanto privados como de la banca de desarrollo) y de las mayores empresas, mientras aumentaban los costos del financiamiento en moneda nacional para las empresas medianas y pequeñas, así como del crédito al consumo e hipotecario.

Las tasas activas de interés en pesos se fueron estableciendo no sólo en función de los requerimientos de rentabilidad bancaria y condiciones de riesgo local, sino también en relación con las elevadas tasas ofrecidas por el papel gubernamental a los inversionistas extranjeros, cuyo aporte de divisas se hizo fundamental para sostener los crecientes déficit en cuenta corriente. Así, se llevó a las empresas y a los consumidores a soportar una carga financiera crecientemente alejada de sus condiciones de producción o de sus ingresos.

A su vez, el significativo diferencial entre los costos de fondeo en monedas nacional y extranjera condujeron a los bancos a elevar rápidamente sus pasivos de corto plazo en dólares, que llegaron a ser superiores a los 40 000 millones de dólares. En la medida en que el tipo de cambio se mantuvo bajo un deslizamiento previsible, la administración de los balances de los bancos pudo efectuar-

GRÁFICA 4
México: tasa de interés real y crecimiento del PIB



^e Estimación.

FUENTE: Banco de Datos INEGI, Banco de México.

GRÁFICA 5

México: intereses devengados por el crédito interno como porcentaje del PIB, 1980-1997



* Estimación.

FUENTE: Informes Anuales del Banco de México. Información en línea.

se sin mayores contratiempos. Pero cuando se precipitó la devaluación del peso, el desajuste en los balances bancarios los condujo a la quiebra técnica.

La política de financiar la apertura comercial con inversión externa de cartera, especialmente en cetes, condujo a mantener elevadas tasas de interés “piso”. También ha contribuido a mantener altos márgenes bancarios el peso relativo de los créditos cruzados, de los créditos de complacencia y el crédito a los propios accionistas que, además de incrementar los márgenes, aumentan los costos financieros del resto de la clientela bancaria al producirse elevadas tasas de interés activas.

Por otra parte, la apertura comercial con creciente sobrevaluación cambiaria sometió a importantes sectores de la planta productiva a una acelerada pérdida de posicionamiento en el mercado e incluso a la quiebra, mientras los elevados costos de financiamiento los condujeron al refinanciamiento, lo que abultó rápidamente sus pasivos. Por su parte, el lento crecimiento del empleo y el estancamiento de los ingresos de los asalariados, también actuaron en el sentido de llevarlos a no poder enfrentar sus compromisos de deuda.

Cuando, durante 1993 y 1994, la actividad económica perdió dinamismo, un creciente número de prestatarios fue pasando a la insolvencia y a requerir el refinanciamiento de sus deudas y de la capitalización creciente de los intereses devengados. Así, desde antes del estallido de la crisis financiera en diciembre de 1994, para el primer semestre de 1994 la cartera vencida de los bancos alcanzó el 100% del capital contable y alrededor del 10% de la cartera total. Al primer semestre de 1996 la cartera vencida de la banca llegó al 19.3% de la cartera total (incluyendo la cartera vencida vendida al Fobaproa). En el primer trimestre de 1997 la cartera vencida, incluyendo la cartera vendida al Fobabroa, supera el 35%. En virtud de los cambios en la contabilidad bancaria, y los riesgos subyacentes que representa la información en condiciones de alta fragilidad de los intermediarios, deberán utilizarse otros indicadores

indirectos para cuantificar el tamaño de la quiebra bancaria. Así, puede considerarse que solamente el 50% de la cartera crediticia total de la banca múltiple está clasificada en el nivel de riesgo mínimo, al inicio de 1997.

Los diversos programas gubernamentales que incluyen la compra de cartera por el banco central, la capitalización mediante obligaciones subordinadas y la titulación de parte de la cartera con garantía gubernamental con el programa de udis (unidades de inversión), han contenido el riesgo de una quiebra bancaria generalizada, aun cuando la propia crisis entre los intermediarios no se ha resuelto. En 1997 se modificó la contabilidad bancaria para acercarla a los criterios de la US-GAP (*General Accounting Principles*), por lo que a pesar de la compra de cartera por parte del Fobaproa, la cartera vencida continuará creciendo en 1997 y superando las expectativas de muchas estimaciones.

SALIDAS AL SOBREENDEUDAMIENTO

El *Credit-Crunch* que se presentó en la economía estadounidense entre 1989-1991 precipitó una devaluación del dólar, primero frente al marco y después al yen. Se estancaron los activos extranjeros en Estados Unidos, mientras que su flujo neto disminuyó considerablemente entre 1989 y 1991.

El propio *Credit-Crunch* impulsó cambios en el mercado financiero que permitieron flexibilizar la política monetaria y recuperar los flujos de capital extranjero. Al efecto se profundizó la desregulación del mercado de capitales y la innovación financiera que permitió la acelerada titulación de activos bancarios, la proliferación de las operaciones fuera de balance, el rápido crecimiento del mercado de productos derivados y el desarrollo de los fondos de inversión.

La recuperación económica se alcanzó por la flexibilización de la política monetaria; la tasa de fondos federales empezó a descen-

der desde finales de 1989 y no volvió a elevarse hasta febrero de 1994, al permitir un ascenso del déficit público, mismo que pasó de 152 000 millones de dólares en 1989 a 290 000 millones de dólares en 1994. Ambos dieron un fuerte impulso a la economía, y para el segundo trimestre de 1991 se inició la recuperación.

Así, la combinación de desregulación del mercado financiero nacional, titulación de activos, profundización de la intermediación mediante los fondos de inversión, junto con elevación del déficit público y descenso en las tasas de interés, permitió enfrentar la elevada posición de sobreendeudamiento de la economía estadounidense y restablecer los balances de los bancos. Por medio de la innovación y la desregulación financiera, el mercado estadounidense pudo mantener su atractivo para la colocación de capitales extranjeros, al tiempo que las tasas de interés de la deuda pública descendían durante 1990-1993, elevándose los rendimientos de los fondos de inversión y el nivel de liquidez privada generado por el mercado de derivados. Aún más,

... los inversionistas institucionales anglosajones contribuyen a la internacionalización de una regulación rentista mundial, donde los principales países fuentes del capital-dinero concentran sus colocaciones en el centro de una vasta red, que se alimenta de una parte creciente del valor producido por todas partes del mundo.⁸

Sin embargo, dichas fórmulas no están disponibles para el caso de la economía mexicana. Desde el estallido de la crisis financiera de diciembre de 1994, la gestión financiera ha estado dirigida a evitar la suspensión de pagos de la deuda externa, buscando alcanzar el refinanciamiento de los vencimientos de la deuda del propio gobierno, los bancos y las grandes empresas. Dicho refinanciamiento ha sido posible por los contratos firmados con la Reserva Federal estadounidense, en los que se otorgaron como garantía

⁸ Richard Farnetti, "El papel de los fondos de pensión y de los inversionistas colectivos anglosajones en el curso de las finanzas globalizadas", en François Chesnais, *La mundialización financiera*, París, Ed. Syros, 1996, p. 207.

los ingresos por la venta de petróleo; los compromisos de ajuste del gasto público, crédito y salarios con el Fondo Monetario Internacional a cambio de nuevos préstamos, y la colocación de nuevas emisiones de deuda pública y privada con mayores tasas de interés y menores plazos de amortización, así como con el otorgamiento de mayores garantías.

Frente al sobreendeudamiento en moneda nacional y la rápida elevación de los préstamos vencidos, las medidas de las autoridades financieras se han encaminado a tratar de equilibrar los balances bancarios y a capitalizarlos, así como a apoyar a las grandes empresas para evitar que se declaren en suspensión de pagos. Ello, comprometiendo recursos gubernamentales, hasta el momento, superiores a los 320 000 millones de pesos.

Existen varios obstáculos para emprender una vía de contención al sobreendeudamiento como la presente en el *Credit-Crunch* estadounidense:

- La imposibilidad gubernamental para utilizar el gasto público y, en particular, la inversión pública para estabilizar las expectativas de ganancia e incentivar el crecimiento de la inversión privada, derivada de los compromisos del gobierno mexicano con el Fondo Monetario Internacional, la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro.
- La imposibilidad de elevar el nivel del crédito interno, ya que en las condiciones de apertura comercial y financiera, así como de volatilidad de los mercados financieros, puede llevar al rápido incremento de la inflación, fuga de capitales y devaluación. En particular en la medida en que dicho incremento se dolariza y no se dirige a la inversión productiva y a la creación de empleo.
- Los compromisos con los acreedores extranjeros, en la medida en que el servicio de la deuda pública consume una parte significativa del gasto público y en particular las divisas procedentes de la exportación de petróleo.
- La disminución de los márgenes bancarios no será posible

mientras persistan las necesidades de capitalización y de constitución de reservas de los bancos. La propia cartera vencida es un elemento que condiciona los niveles del margen bancario.

- El descenso de las tasas de interés de los cetes sería necesario para disminuir los costos de fondeo de la banca y por este medio reducir las tasas de interés activas. Sin embargo, las tasas de interés de los cetes continúan siendo un instrumento para la estabilización del tipo de cambio. Su descenso, en condiciones de apertura comercial y financiera, acelera la devaluación del peso y el ritmo inflacionario.
- La profundización del mercado financiero con el desarrollo de fondos de inversión y de la innovación financiera tampoco es un elemento de una estrategia de corto y mediano plazos, en la medida en que existen altos niveles de desempleo, una distribución muy desigual del ingreso, y bajos niveles de ingreso.
- Finalmente, porque la innovación y la titulación de cartera implican un incremento importante de la participación de inversionistas e intermediarios extranjeros, y su mayor presencia en el mercado entraña la permanencia de sobretasas para cubrir los riesgos cambiarios.

A pesar del alto costo de este rescate financiero de las grandes empresas y bancos, resulta insuficiente en la medida en que no ha contribuido a la recuperación de la solvencia de multitud de empresas ni de los consumidores.

Los altos niveles alcanzados por las tasas de interés y la profunda recesión de los últimos meses colocaron a la mayor parte de las empresas en condiciones de sobreendeudamiento. Esto es, que sus costos de financiamiento han rebasado con mucho su generación de utilidades, lo que lleva a transferir a los acreedores incluso parte de sus patrimonios, lo que sólo puede conducir a ampliar los efectos de la recesión económica y el desempleo y la quiebra de empresas.

La estrategia para contener el proceso de sobreendeudamiento

de la economía mexicana avanza de una manera tal que los costos de la crisis financiera se distribuyen de manera desigual. Muchos de los intermediarios financieros deberán desaparecer del mercado en los meses sucesivos, otros permanecerán, pero con una menor participación en el mercado, y otros podrán ser adquiridos por intermediarios extranjeros.⁹

Los procesos de titulación del crédito, la innovación financiera y el desarrollo de fondos de inversión, aunados a los procesos de privatización, pueden encontrar límites en el corto plazo y el sobreendeudamiento, con sus consecuencias deflacionarias, puede nuevamente agudizarse.

En el curso de estos procesos, algunos grupos empresariales están encontrando fórmulas para la expansión internacional de sus actividades y buscan alcanzar un posicionamiento estable en la economía de Estados Unidos, especialmente, mediante su asociación con grupos empresariales en ese país. Ello podrá ser una salida para algunos grupos en particular, en la medida en que alcancen cierto posicionamiento en el mercado financiero del país vecino.¹⁰

⁹ Víctor Herrera, director de Standard and Poor's de México dijo que el sistema bancario mexicano necesitará más capital para empezar a prestar. Hasta ahora la capitalización se ha hecho por medio de la emisión de obligaciones subordinadas o de conversión obligatoria. Pero ambas son, en realidad, sustitución de unos pasivos por otros, no son capital. El beneficio de las obligaciones subordinadas es que han permitido la venta de cartera al gobierno, pero no son comparables con una inyección de capital sin apalancamiento. La venta de cartera al Fobaproa no resuelve los problemas de liquidez porque dicha cartera se intercambia por activos que no pagan intereses en efectivo, mientras que sus pasivos (o sea depósitos y deuda) sí tienen que pagarlos. Por ello, todos los bancos serán afectados por la venta de cartera al Fobaproa, pero lo serán más entre más cartera vendan. Para evitar este peligro hay que prestar de nuevo, pero la economía todavía no se recupera, y los bancos no tienen niveles de capital suficientes para reanudar el crédito. Asimismo, estima Standard and Poor's que con los nuevos criterios contables la cartera vencida registrará un incremento cercano al 70%, lo que motivará una caída similar de las reservas. *Reforma*, octubre de 1996.

¹⁰ Por ejemplo, Hank Rhon (Grupo Bancario Interacciones) adquirirá el Mercantile Bank en Brownsville, Texas. Rhon es propietario del Laredo Texas Bank, que al adquirir el Mercantile Bank se convertirá en el *holding* bancario más grande de Texas, con activos superiores a los 2 400 millones de dólares. El Mercantile tiene activos por 850 millones de dólares, el Laredo de 1 650 millones. El actual dueño del Mercantile es Olegario Vázquez Raña, *El Financiero*, 17 de julio de 1996.

MANEJO DE LA LIQUIDEZ Y CRISIS BANCARIA: EL CASO DE MÉXICO

*Patricia Armendáriz**

INTRODUCCIÓN

La corriente de literatura sobre inestabilidad bancaria se inicia con el modelo de Diamond y Dybvig que intenta explicar por qué los bancos se ven sometidos a corridas y cómo pueden evitarse. Los autores determinan que la inestabilidad bancaria aumenta porque la demanda de liquidez de los bancos es incierta y los activos de los bancos son menos líquidos que sus pasivos. Postulan que tal inestabilidad es dañina porque arruina el riesgo compartido y perjudica el proceso de producción. Esta distorsión financiera crea la necesidad de un seguro de depósito gubernamental o un prestador de última instancia para proveer préstamos de emergencia a los bancos. Una vez establecido dicho seguro se elimina el problema de liquidez. Sin embargo, aun cuando aquél sea de cobertura amplia, como en México, los bancos con problemas requerirán incentivos para mejorar el manejo de riesgos; de lo contrario tendrán problemas importantes de solvencia y rentabilidad, problema que se acelera cuando se da una crisis bancaria profunda.

El adecuado manejo de riesgos de las instituciones bancarias es un tema que gana cada vez más actualidad y complejidad a medida que la autorregulación y la innovación en los mercados avanzan.

No hay duda de que el riesgo crediticio, el riesgo de tasas de

* Vicepresidencia de Supervisión Integral, Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

interés, el riesgo cambiario y hasta el riesgo operativo son puntos centrales en la gestión adecuada de las instituciones. Sin embargo, no parece que al riesgo de iliquidez, en el caso de instituciones solventes, se le esté dando la importancia que posee, dada la existencia del seguro de depósitos.

En efecto, algunos modelos de información asimétrica pueden implicar que no existan incentivos para el adecuado manejo de la liquidez en las instituciones bancarias. Diamond y Dybvig,¹ por ejemplo, parten de un modelo de información asimétrica entre inversionistas pequeños que justifican la existencia de los bancos como especialistas en el manejo de la liquidez de esos inversionistas; es decir, mientras estos últimos no conocen con certeza sus futuras necesidades de liquidez ni el comportamiento de otros inversionistas, el banco puede especializarse en la inversión de aquellos fondos que con una alta probabilidad no les serán demandados en el futuro inmediato, manteniendo el resto líquido. Existen pues razones para una adecuada administración de liquidez.

El modelo concluye, sin embargo, en un equilibrio eficiente con intermediación bancaria, pero el equilibrio obtenido es inestable ya que la naturaleza de la información asimétrica puede provocar corridas bancarias, las que pueden solucionarse con un seguro de depósito.

La existencia del seguro a su vez desincentiva la administración de la liquidez. Dewatripoint y Tirole,² por ejemplo, argumentan que en situaciones normales una institución solvente (en un ambiente de cobertura de seguro de depósito que elimine el riesgo de corrida) puede encontrar fuentes de fondeo a tasas adecuadas, de manera que una situación de iliquidez se presenta casi siempre en condiciones de insolvencia.

En este trabajo, con base en la experiencia de la reciente crisis

¹ Diamond y Dybvig, "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm.31, The University of Chicago, 1983.

² M. Dewatripoint y J. Tirole, *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge y Londres, The MIT Press, 1994.

financiera mexicana, se argumenta que, aun en un ambiente de seguros de depósitos de cobertura total, el riesgo de iliquidez existe cuando choques externos afectan las condiciones financieras de las instituciones, distorsionando más a las instituciones que no manejan adecuadamente su liquidez, lo que puede llevarlas a la insolvencia.

Aquí se argumenta que basta con que exista un límite al capital mínimo que debe ser absorbido por la banca para que el incentivo de administrar riesgos de manera adecuada por parte de la banca esté relacionado con el del gobierno, aun cuando se cuente con seguro de depósito; la razón es que el manejo inadecuado de riesgos puede conducir a la pérdida del capital, y eventualmente a que los accionistas originales pierdan el control del banco. Por tanto, ante la imposibilidad de librarse de choques adversos, se tiene el incentivo de un adecuado manejo de liquidez, aun en un ambiente de cobertura total de seguros de depósitos.

El trabajo se divide en cinco partes: en la primera se justifica el trabajo a partir de la descripción del modelo de Diamond y Dybvig. En la segunda se describe el escenario de la crisis financiera de 1995 y las principales variables que incidieron en la misma: falta de liquidez, pérdida de productividad y de valor de los activos. En la sección siguiente se describe un modelo de evaluación de liquidez bancaria y a continuación se describe la evolución de la liquidez de un banco específico, cuya pérdida de capital le llevó a un cambio de control. En la quinta y última sección se sugiere un modelo para la administración de la liquidez en la banca mexicana.

EL MODELO DE DIAMOND Y DYBVIG

El modelo se basa en los siguientes supuestos

- Existen tres periodos ($T = 0,1,2$) y un solo bien homogéneo. Todos los agentes tienen acceso a una tecnología productiva

idéntica que por cada unidad invertida en el periodo cero produce una unidad en el periodo uno y $R > 1$ unidades si se mantiene hasta el periodo dos. Estos supuestos tienen como objeto capturar la idea de que interrumpir el proceso de producción es costoso y se pueden interpretar como el hecho de que las interrupciones en el proceso de inversión tienen costos en la economía.

- Los agentes tienen la posibilidad de almacenar los bienes sin ser observados y el retorno de este almacenamiento es cero, por lo que nadie almacena entre $T = 0$ y $T = 1$ porque la tecnología productiva hace por lo menos lo mismo. Todos los agentes son idénticos en el periodo 0, en el cual cada uno recibe una unidad del bien.
- En el periodo $T = 1$ cada agente conoce su tipo. El tipo 1 se preocupa de su consumo en el periodo 1 y el tipo 2 se preocupa de su consumo en el periodo 2. Si un agente del tipo 2 obtiene bienes de consumo en $T = 1$, almacenará hasta $T = 2$ para consumir. Las preferencias de los agentes se asumen de la siguiente manera:

$$U(c_1, c_2; \theta) = \begin{cases} u(c_1) & \text{Si } j \text{ es tipo 1 en estado } \theta \\ \rho u(c_1 + c_2) & \text{Si } j \text{ es tipo 2 en estado } \theta \end{cases} \quad (1)$$

Donde c_1 representa el consumo en el periodo 1, c_2 es el consumo en el periodo 2, ρ representa las preferencias en el tiempo y satisface $1 \geq \rho > R^{-1}$. También se asume que la función de utilidad es doblemente continua diferenciable, creciente, estrictamente cóncava y satisface las condiciones inada:

$$u(0) = \infty \quad u(\infty) = 0$$

y el coeficiente de aversión al riesgo es mayor que uno.

- Los agentes maximizan la utilidad esperada $E[u(c_1, c_2; \theta)]$. Una fracción $t \in (0, 1)$ del continuo de agentes son del tipo 1, y

de acuerdo con t tienen igual e independiente oportunidad de ser del tipo 1. En el periodo 1 cada agente conoce su propio tipo pero no puede conocer el de los demás agentes ni revelar el suyo. Si los agentes invierten de manera autárquica, tienen garantizados rendimientos de 1 si resultan ser del tipo 1 y liquidan sus inversiones en $T = 1$, y de R si resultan ser del tipo 2 y mantienen su inversión hasta el periodo 2. Sin embargo, ya que los agentes son adversos al riesgo y conocen la proporción de tipos de agentes, existen los incentivos para crear un contrato *ex-ante* (en el periodo 0) que permita compartir los riesgos contra la desafortunada situación de resultar ser tipo 1. Este contrato óptimo de seguro compartido satisface:

$$\begin{array}{ll} \text{No hay consumo en otros periodos} & c_1^{2*} = c_2^{1*} = 0 \\ \text{cuando se es de un tipo diferente} & \end{array} \quad (2a)$$

$$\begin{array}{ll} \text{La utilidad marginal =} & u'(c_1^{1*}) = \rho R u'(c_2^{2*}) \\ \text{productividad marginal} & \end{array} \quad (2b)$$

$$\begin{array}{ll} \text{Restricción presupuestaria} & t c_1^{1*} + [(1-t)c_2^{2*} / R] \end{array} \quad (2c)$$

Sabemos que $\rho R > 1$ y la relativa aversión al riesgo siempre excede a la unidad. Así, la ecuación 1 implica que el consumo óptimo satisface $c_1^{1*} > 1$ y $c_2^{2*} < R$.³ Además la ecuación (2b) implica que $(c_1^{1*} < c_2^{2*})$.

El problema es cómo instrumentar este contrato. Los agentes

³ La prueba es la siguiente:
 $\rho R u'(R) < R u'(R)$

$$\begin{aligned} &= 1 \cdot u'(1) + \int_{\gamma=1}^R \frac{\partial}{\partial \gamma} [\gamma u'(\gamma)] d\gamma \\ &= u'(1) + \int_{\gamma=1}^R [u'(\gamma) + u''(\gamma)] d\gamma \\ &< u'(1) \end{aligned}$$

como $u' > 0$ y $(\forall \gamma) -u''(\gamma)\gamma / u'(\gamma) > 1$. Porque $u'(\cdot)$ es decreciente y la restricción presupuestaria *trades off* c_1^{1*} en contra de c_2^{2*} , la solución para (1) debe ser $c_1^{1*} > 1$ y $c_2^{2*} < R$.

no pueden hacerlo por sí mismos, ya que todos argumentarían ser del tipo 1 para recibir el seguro y no habría manera de distinguirlos. *Los bancos pueden otorgar este seguro*: proveyendo liquidez, garantizando un buen retorno y su pago cuando el inversionista necesite su dinero. Así, el intermediario ofrecerá un rendimiento ($r_1 = c_1^{1*}$) > 1 por cada depósito retirado en el periodo 1, siempre y cuando tenga aún activos para liquidar. Los retiros se atienden de manera secuencial conforme se presentan los agentes. En el periodo 2, se liquida al intermediario y se divide de manera igual entre todos los depositantes que permanecen. Más formalmente, tomando a V_1 como el pago del periodo 1, el cual depende del lugar en la línea que tenga la persona en $T = 1$:

$$V_1(f_j, r_1) = \begin{cases} r_1 & \text{Si } f_j < r_1^{-1} \\ 0 & \text{Si } f_j \geq r_1^{-1} \end{cases} \quad (3)$$

Tomando V_2 como el pago en $T = 2$ por unidad de depósito no retirada en $T = 1$.

$$V_2(f, r_1) = \max\{R(1 - r_1 f) / (1 - f), 0\} \quad (4)$$

Donde f_j es el número de depositantes que desean retirar antes del agente j como una fracción del total de depósitos demandados; f es el número total de depósitos retirados.

Diamond y Dybvig demuestran que este puede ser un contrato de equilibrio de Nash $r_1 = c_1^{1*}$,⁴ pero hay también la posibilidad de otros equilibrios en los que sucederán corridas bancarias, en las que los agentes sientan pánico y retiren todos sus depósitos en el periodo 1 (para todo $r_1 > 1$ las corridas pueden ser un equilibrio). Esto nos muestra que el “buen” equilibrio es muy frágil ya que cualquier situación que haga creer a los agentes que se dará una corrida terminará en una corrida, lo que concluye con una peor

⁴ Para verificar esto hay que sustituir $f=t$ y $r_1 = c_1^{1*}$ en las ecuaciones (3) y (4).

situación para todos los agentes (reciben menos que si la intermediaria no existiera) y para la economía (se suspende la actividad productiva). Por lo tanto el principal problema es cómo evitar estas corridas bancarias.

Los autores muestran que las corridas bancarias pueden evitarse con la suspensión de la convertibilidad (se suspende la posibilidad de retirar los depósitos), pero para que esto sea posible el intermediario debe conocer el valor de t (cantidad de individuos del tipo 1 y por lo tanto cantidad máxima de depósitos que pueden retirarse en el periodo 1). Sin embargo, cuando t es estocástica esta estrategia no funciona, ya que la suspensión podrá darse en el momento de equilibrio; en este caso algunos agentes del tipo 1 no pueden retirar, siendo ineficiente *ex-post*. Diamond y Dybvig muestran que las corridas bancarias se evitan si se dispone de un seguro federal de depósito que garantice que el retorno prometido será pagado.

La propuesta es que el gobierno establezca un impuesto para financiar el seguro de depósito de manera que el monto de impuesto que debe ser obtenido en $T = 1$ depende del número de retiros y de la política de liquidación de activos considerando el impuesto proporcional como una función de: $f, \tau[0,1] \rightarrow [0,1]$, dada por:

$$\tau(f) = \begin{cases} 1 - \frac{c_1^{1*}(f)}{r_1} & \text{Si } f \leq \bar{t} \\ 1 - r_1^{-1} & \text{Si } f > \bar{t} \end{cases}$$

Donde \bar{t} es la posibilidad de realización de \tilde{t} (nivel óptimo de retiros). Así, el consumo que se obtendrá después de la aplicación del impuesto será:

$$\hat{V}_1(f) = \begin{cases} c_1^{1*}(f) & \text{Si } f \leq \bar{t} \\ 1 & \text{Si } f > \bar{t} \end{cases}$$

Los pagos netos para quienes retiran en $T = 1$ determinarán la liquidación de activos y el valor de los retiros en $T = 2$ después del impuesto. Cualquier impuesto cobrado en exceso se retorna al banco para minimizar la liquidación de activos. En el caso de $T = 2$ el valor de V_2 está dado por:

$$\hat{V}_2(f) = \begin{cases} \frac{R\{1 - [c_1^{1*}(f)f]\}}{1-f} = c_2^{2*}(f) & \text{Si } f \leq \tilde{t} \\ \frac{R(1-f)}{1-f} & \text{Si } f > \tilde{t} \end{cases}$$

Notamos que $\hat{V}_1(f) < \hat{V}_2(f)$ para todo $f \in [0,1]$, implica que ningún agente tipo 2 retirará en $T = 1$ sin que importe lo que los demás agentes hagan. Para todo $f \in [0,1]$, $\hat{V}_1(f) > 0$ implica que todo agente tipo 1 retirará en $T = 1$. Por lo tanto, el único equilibrio dominante es $f = t$, la realización de \tilde{t} , de manera que:

$$\begin{aligned} \hat{V}_1(f = t) &= c_1^{1*}(t) \\ \hat{V}_2(f = t) &= \frac{[1 - tc_1^{1*}(t)]R}{1-t} = c_2^{2*}(t) \end{aligned}$$

y el óptimo se alcanza.

Implicaciones del modelo

Por medio de los diferentes contratos establecidos, suspensión de convertibilidad de depósitos o seguro de depósito, Diamond y Dybvig pretenden dejar arreglado el problema de liquidez por efecto de corridas bancarias. Sin embargo, paradójicamente eliminan el incentivo para que los bancos administren de manera adecuada su liquidez. Lo anterior puede darse cuando una institución solvente, beneficiada por la cobertura de un seguro de depósito, siempre puede obtener un fondeo oportuno, por ejemplo en el mercado interbancario, a tasas adecuadas.

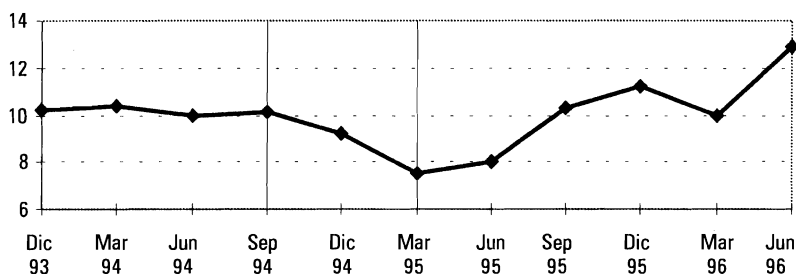
Pero, ¿qué sucede ante un ambiente de un choque externo, que afecta de manera sistémica a la banca en general? De acuerdo con la experiencia de México es demostrable que los bancos que *ex-ante* no manejaban adecuadamente su liquidez son los que después de la crisis tuvieron serios problemas de solvencia y rentabilidad; por lo tanto, el incentivo de un adecuado manejo de la liquidez debe existir, aun en un ambiente de cobertura con seguro de depósito. La administración tiene un incentivo para mejorar su manejo de liquidez; de lo contrario perderá al banco.

CRISIS BANCARIA

El caso mexicano

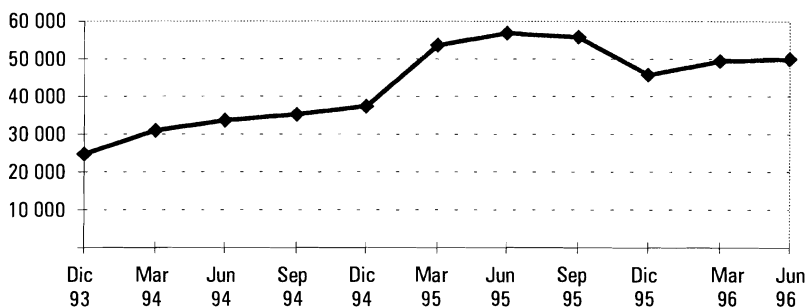
En México, la crisis bancaria se inició inmediatamente después de la devaluación. El efecto de ésta se hizo patente en seguida; primero en el nivel de capitalización de los bancos en relación con sus activos, ya que éstos se incrementaron en proporción directa a la devaluación y a la cantidad de activos denominados en moneda extranjera.

GRÁFICA 1
Índice de capitalización del sistema bancario
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

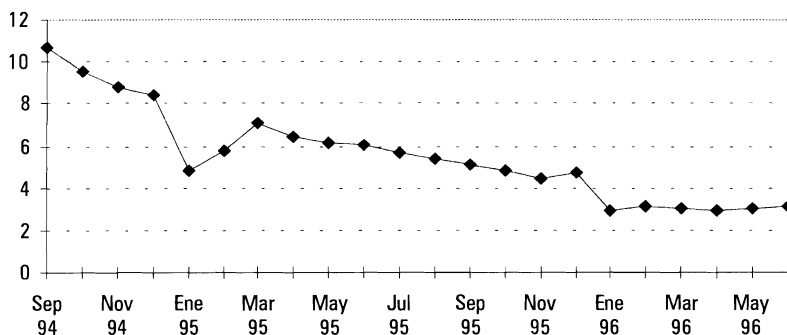
GRÁFICA 2
Cartera vencida del sistema bancario
(Millones de pesos)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

El segundo efecto adverso en la banca fue el aumento de las tasas de interés. En primer lugar, por el lado de la calidad de los activos, éstos se deterioraron considerablemente, ante la imposibilidad de los deudores de cumplir con el pago de sus créditos bancarios. Esto puede observarse en el índice de morosidad, el cual creció de 7.28 a 15.71 por ciento.

GRÁFICA 3
Margen financiero anualizado / Activos totales promedio
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

CUADRO 1
GAP de tasas de interés¹ / Mayo de 1996
(Millones de pesos)

	1-7 días	8-30 días	31-91 días	92-182 días	183-273 días	274-365 días	Acumulado
Banco 1	-12 166	1 969	-243	-249	80	282	-10 326
Banco 2	-12 952	15 156	647	1 289	-8	0	4 133
Banco 3	-7 976	9 916	521	-15	1	3	2 450
Banco 4	-34 769	42 492	-2 332	-4 585	27	11	844
Banco 5	-5 571	4 533	219	504	7	130	-177
Banco 6	-7 033	6 327	-1 038	-3 670	-1 402	-28	-6 844
Sistema	-122 959	131 060	-4 910	-9 532	-578	-1 989	-8 908

¹ Repreciación de activos y pasivos.

FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

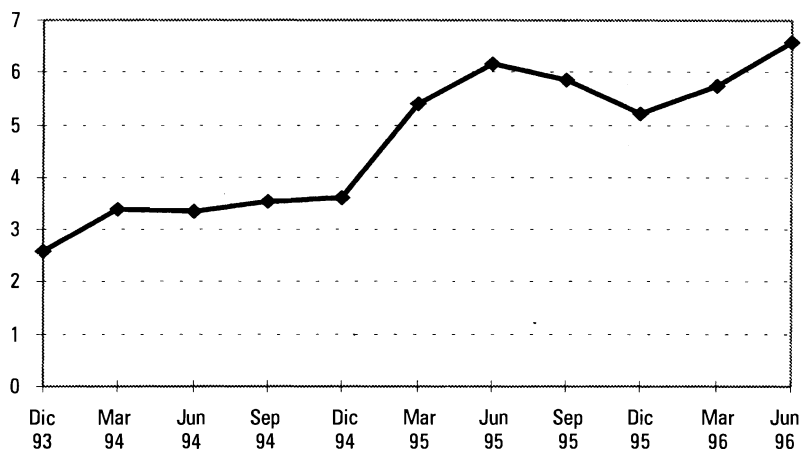
En segundo lugar, por el lado de los ingresos, éstos sufrieron un choque adicional en aquellas instituciones que, por la naturaleza de sus actividades, reprecianaban sus pasivos más rápidamente que sus activos, por lo que el aumento en las tasas afectó cada vez más sus costos financieros.

En tercer lugar, el ingreso neto de la banca se vio aún más deteriorado ante la necesidad de constituir provisiones adicionales, en correspondencia con el deterioro de los activos.

El crecimiento de los activos improductivos dio lugar a un crecimiento generalizado del fondeo interbancario y a un mayor deterioro de la rentabilidad de la banca en general. Este fenómeno se agravó en la medida en que los bancos tuvieron que pagar sus obligaciones en dólares, sin poder cumplir por el lado de los activos denominados en aquella moneda. A pesar de que el instituto central estableció una ventanilla de fondeo para que pudieran cumplir, la necesidad de constituir garantías en la forma de papel gubernamental, y la falta de disponibilidad de las mismas por parte de algunos bancos, exacerbaron su problema.

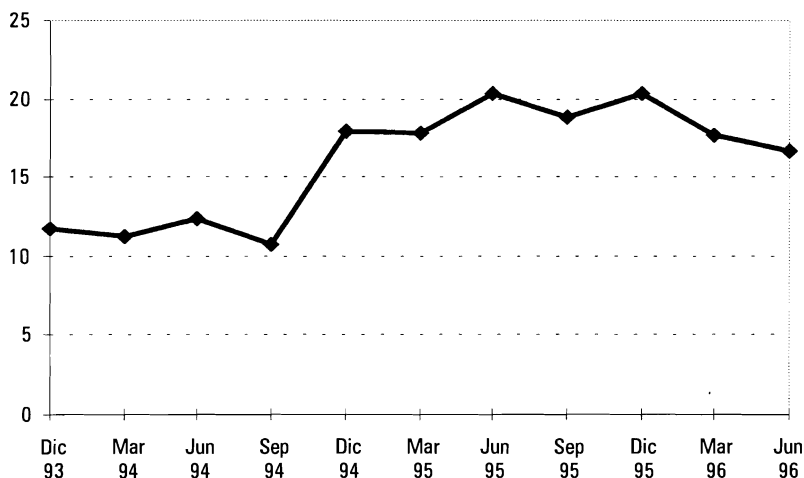
Por lo que se ha expuesto es claro que los bancos que más sufrieron fueron los que no manejaban su liquidez adecuadamente.

GRÁFICA 4
Provisiones creadas / Cartera total del sistema bancario
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

GRÁFICA 5
Captación interbancaria / Captación del sistema bancario
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

te, pues ello les hubiese permitido hacerse de recursos frescos para mitigar el costo de los activos improductivos y aliviar su problema de fondeo en moneda extranjera.

MODELO RIESGO DE LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez en las instituciones financieras se refiere a la capacidad de éstas para hacer frente a sus obligaciones normales, anticipadas o contingentes a precios razonables. Estas obligaciones surgen principalmente de retiros de efectivo de los clientes, vencimientos de obligaciones o desembolsos para préstamos. Estas necesidades se cubren con el efectivo proveniente de los depósitos de clientes, pago de préstamos, inversiones, venta de activos y préstamos adquiridos con el instituto central u otros bancos.

Son muchas las razones para que los bancos mantengan liquidez y se podría considerar que la manera más fácil de lograrlo es teniendo grandes cantidades de efectivo o inversiones en valores o títulos fácilmente recuperables. Sin embargo, se sabe que estos activos líquidos contribuyen muy poco al margen neto de intereses, ya que ofrecen rendimientos muy bajos, o en algunos casos ninguno (como el dinero depositado en las reservas del Banco de México); asimismo, las inversiones a corto plazo generalmente proporcionan menores rendimientos que las de vencimiento a largo plazo.

El conflicto entre el riesgo de iliquidez y el deseo de mantener un margen neto de interés alto es el centro de atención del manejo de la liquidez de una institución financiera.

Medición de la liquidez

Los sistemas para medir la liquidez tienen que cuantificar las necesidades de efectivo conocidas y potenciales. Por ello, esta medición se debe basar en un análisis del flujo de efectivo, a fin de

identificar la oportunidad y el monto de los requerimientos potenciales.

La adecuada medición de la liquidez depende de la calidad y de la oportunidad de la información sobre los vencimientos de los activos y pasivos con que cuenta el banco, así como de la calidad de los análisis que realice de sus tendencias de préstamos y de depósitos pasadas y proyectadas.

Manejo de la liquidez

Asegurar la obtención de efectivo a un costo razonable es el objetivo primordial del manejo de la liquidez. Este proceso se puede jerarquizar por manejo de los activos o de los pasivos. Los bancos más pequeños y los que operan en mercados menos desarrollados se dedican a manejar sus activos. Este tipo de bancos tiene una capacidad muy limitada para conseguir fondos en el mercado monetario y no puede confiar en la posible generación de depósitos adicionales para enfrentar una escasez repentina, inesperada de su flujo de efectivo. El manejo de la liquidez se centra en la estructura de los plazos de vencimiento de sus activos.

Los bancos más grandes, con mayor acceso al mercado, tienden a preferir el manejo de sus pasivos. Lo hacen para minimizar sus tenencias de instrumentos de alta calidad, pero de menor rendimiento, como los activos líquidos. En tiempos de necesidad, estos bancos consiguen grandes volúmenes de fondos adicionales, primordialmente por medio de los mercados monetarios. El manejo de la liquidez con pasivos requiere ante todo la expansión, diversificación y cuantificación de las fuentes de fondos adicionales.

El manejo de la liquidez en un banco sano que funciona en un ambiente estable es un proceso bastante rutinario en la práctica; en cambio, es más difícil en un medio inestable. Para estar preparados para las consecuencias que tal medio puede tener sobre la liquidez, los responsables de manejar los pasivos y activos establecen planes de contingencia, prevén las peores posibilidades, pro-

ponen las estrategias necesarias para enfrentarlas y toman medidas preventivas para mejorar la liquidez cuando un banco tiene probabilidades de encontrarse en dificultades financieras.

Las normas de liquidez mínimas deben fijarlas el consejo de administración o los más altos ejecutivos con la aprobación de éste. Esas normas tienen que definir los niveles esperados de activos líquidos de alta calidad que debe mantener la gerencia. Deben limitar el nivel de los fondos disponibles en el mercado monetario, hasta una fracción de la cantidad de depósitos al menudeo. Las normas que promueven la diversificación de las fuentes de fondos y que evitan las concentraciones de los proveedores de éstos son las que conviene adoptar. En general, cuanto más confía un banco en el manejo de sus pasivos para hacer frente a sus necesidades de fondos, más detalladas y explícitas deberán ser las normas de liquidez mínima.

Propuesta para medir el riesgo de liquidez

Se pretende que dicha metodología sea similar a la que se utiliza para medir el riesgo de tasas, es decir, un modelo de brecha o GAP. El riesgo de liquidez afecta principalmente al corto plazo, por lo que el análisis no debe exceder de tres o cuatro meses.

Para calcular el riesgo de liquidez en una estructura de bandas de tiempo se requiere crear una metodología que en un principio utilice los flujos que se espera recibir o entregar dentro de bandas de tiempo relevantes, en vez del saldo esperado de reprecación. Es muy importante tener tres bandas para el primer mes, dada la alta volatilidad de la tasa de interés y la probabilidad de que el mercado no sea muy líquido.

Bandas de tiempo

1 a 7 días	31 a 60 días
8 a 15 días	61 a 91 días
16 a 30 días	

La información que necesitaría el modelo puede resumirse en una matriz de flujo de efectivo, la cual se estructura en un esquema de entradas y salidas de flujos. El cálculo de los flujos esperados puede llegar a ser muy complicado, por lo que se sugiere aplicar el “modelo de liquidez del balance”.

Modelo de liquidez del balance

La idea principal de este método es dividir, dentro de cada banda de tiempo, a los activos en dos categorías: activos líquidos y activos ilíquidos; además, dividir a los pasivos en volátiles y estables.

Posteriormente, la idea es determinar lo que se llama “activos líquidos netos” que se definen como la diferencia entre los activos líquidos y los pasivos volátiles, es decir, un GAP de liquidez.

Si en alguna banda los activos netos líquidos son negativos, ello implicaría una necesidad de recursos en ese periodo, y la institución tendría que ir al mercado para captarlos, lo cual podría ser muy costoso en ciertas condiciones de mercado. Otra opción sería que el banco renovara los compromisos adquiridos tanto por el lado de los activos como de los pasivos. Se podría estimar la capacidad de renovación de los bancos, pero únicamente por el lado de los activos, utilizando la información contenida en “créditos renovados”.

Se tiene que estimar para cada rubro del balance qué porcentaje se puede considerar como líquido y de los pasivos cuáles se pueden considerar como volátiles. Éste es uno de los puntos más importantes para el modelo. Esta estimación se realizará partiendo de la naturaleza específica de cada rubro.

A pesar de ser un análisis estático, el modelo se puede aplicar mensualmente e ir monitoreando las posibles necesidades de liquidez de las instituciones y en el sistema se puede prever una escasez de recursos en un momento determinado.

En una segunda fase del modelo se podría ampliar el análisis para incluir el posible refinanciamiento entre las bandas. En un

principio resulta poco robusto este cálculo ya que la asignación en las bandas es de por sí una estimación, por lo que una vez que se tengan más datos y se puedan verificar nuestras estimaciones, podremos calcular el refinanciamiento.

Análisis y simulación utilizando la metodología

El propósito de la simulación es permitir, con la información que se tiene, cuantificar:

- 1] El riesgo de liquidez por movimientos inesperados en las variables exógenas al banco (tasa de interés).
- 2] De tenerse un GAP negativo, cuál sería la estrategia para cerrarlo siguiendo los parámetros de tendencia en la administración del banco.

La simulación buscará cerrar el GAP por medio de variables en las que el banco demuestre cierta capacidad para aumentarlas o disminuirlas. Pero se puede dar el caso de que debido a la tendencia del banco en todas las variables, resulte casi imposible que se cierre el GAP, por lo que se puede deducir que es muy probable que el banco entre en severos problemas de liquidez, excepto si cambia radicalmente la estructura de su balance. Con este tipo de simulación podrán sugerir recomendaciones sobre la administración, en el supuesto de que si se sigue con la misma estructura es probable que se encuentre con un severo problema de liquidez.

Por otra parte se podrá realizar una simulación global por nivel y por sistema, lo que permitirá conocer las necesidades de liquidez de estas dos agrupaciones y ver qué tan difícil sería resolver un supuesto problema de liquidez. Por ejemplo, si en el sistema se ve que hay un severo problema de liquidez y que la única manera de cerrar el GAP es con un fondeo en el mercado secundario, se puede suponer que se dará un alza en la tasa de interés. Este supuesto podrá generar un nuevo escenario.

Modelo de liquidez operativa

Este modelo consiste en medir el flujo de liquidez operativa de los bancos con base en los ingresos cobrados y los costos y gastos pagados. Si se presentara un flujo de liquidez operativo negativo, ya que gran parte de los ingresos son por capitalización de intereses, renovaciones, intereses devengados no cobrados, intereses relacionados con créditos que caen en cartera vencida o deterioro, la institución tendrá que fondear gran parte de este flujo negativo con captación de bajo costo o con captación onerosa. Si el fondeo se realiza con pasivos onerosos ello tendrá efectos negativos en el margen financiero; en la medida en que vayan creciendo estos pasivos y no se mejoren los activos que respaldan a los ingresos la situación del banco empeorará y no podrá crecer. Por ello es muy importante monitorear estos flujos para encontrar las soluciones adecuadas lo antes posible.

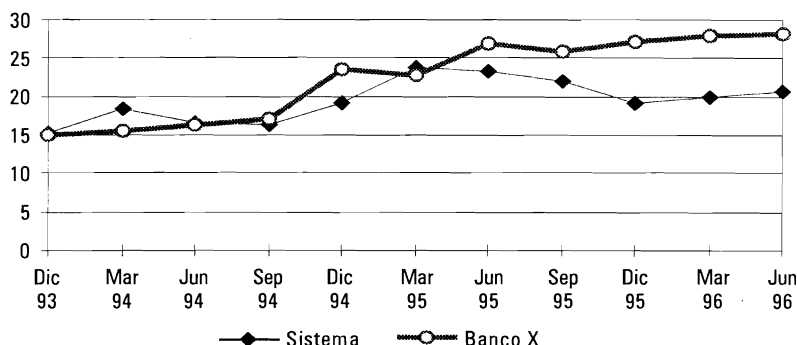
UN CASO ESPECÍFICO (BANCO X)

El caso del banco “X” es un buen ejemplo para demostrar el efecto negativo de un crecimiento desmedido de la cartera de créditos y de la falta de un buen manejo de riesgos de una institución bancaria en situación de liquidez, y por consiguiente, de solvencia.

Mediante un análisis de la productividad de los activos de la institución podemos encontrar que el nivel de sus activos improductivos ha estado incrementándose extraordinariamente en los últimos 12 meses.

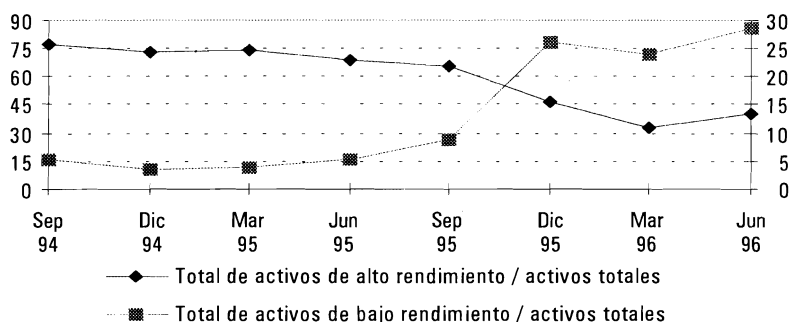
En cambio, la proporción de activos de alto rendimiento a activos totales cayó de 73% en marzo de 1995 a tan sólo 33% en marzo de 1996; con lo que podemos comprobar que en efecto los activos del banco (los cuales están constituidos principalmente por la cartera de créditos) han estado perdiendo su productividad

GRÁFICA 6
Activos improductivos / Activos totales
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

GRÁFICA 7
Activos del banco X
(Porcentajes)

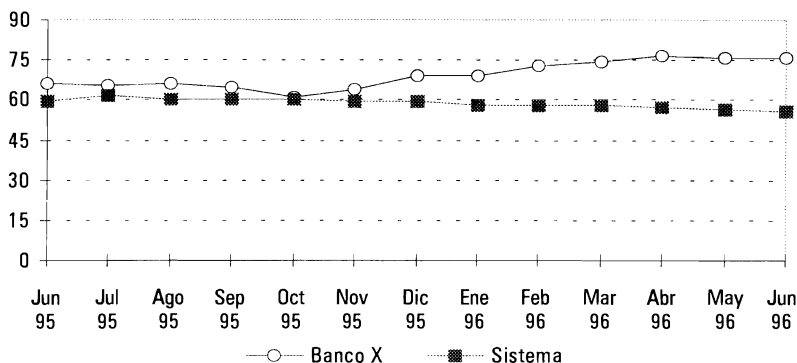


FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

en los últimos meses. En cambio, la proporción de activos de bajo rendimiento a activo total pasó de 3.71% en marzo de 1995 a 24.14% en marzo de 1996.

A finales de 1994 se empezaron a incrementar los activos líquidos no comprometidos, hasta alcanzar en marzo de 1995 más de 8 000 millones de pesos, los cuales se redujeron a 3 000 millones de

GRÁFICA 8
Pasivos volátiles / Activos totales
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

pesos en junio de 1996. Durante los meses de 1994 y 1995 se aprecia una fuerte dependencia de pasivos volátiles, la cual se redujo a principios de 1996.

A partir de septiembre de 1995, presenta un capital negativo debido principalmente al provisionamiento por riesgo de la cartera crediticia, siendo de -13 620 millones de pesos en junio de 1996.

El índice de capitalización del banco "X" se redujo a niveles negativos de hasta -28%, encontrándose muy por debajo del sistema.

El banco "X" registró un crecimiento en términos reales de aproximadamente 346% (de diciembre de 1991 a diciembre de 1995) en su cartera total de créditos, incremento que se siguió presentando durante los primeros meses de 1996, aunque con una tendencia menor.

Por otra parte, el nivel de cartera vencida a cartera total (índice de morosidad) registró un incremento notable a partir de diciembre de 1994, cuando se tenía un índice aproximado del 8% y para junio de 1996 ya sobrepasaba el 27%. Este aumento del índice de morosidad deterioró la liquidez del banco, por lo que éste tuvo que recurrir a un fondeo más caro: la captación interbancaria y otros

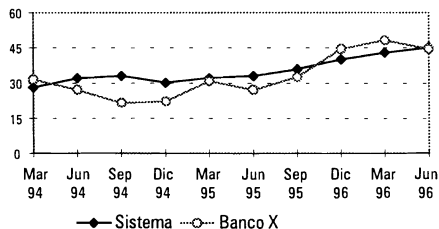
CUADRO 2
Liquidez general y operativa del sistema y del banco X
(Porcentajes)

	1994				1995				1996	
	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Liquidez general										
Sistema	28.19	32.08	33.14	30.09	32.15	33.00	35.96	40.15	42.96	45.23
Banco X	31.54	27.13	21.64	22.30	30.90	27.13	32.64	44.50	48.29	44.53
Liquidez operativa										
Sistema	16.00	21.23	20.59	21.95	23.46	24.07	27.72	30.60	33.85	37.23
Banco X	12.89	13.14	11.62	12.85	22.15	14.25	19.81	19.97	21.80	23.48

CUADRO 3
Sistema y banco X: índice de capitalización
(Porcentajes)

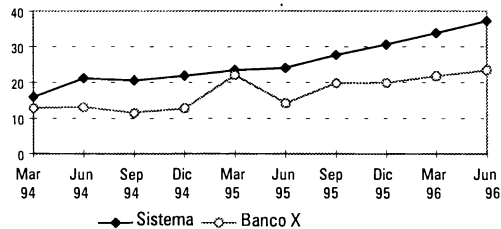
	1994				1995				1996	
	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Sistema	10.21	9.93	9.97	9.08	9.24	9.86	9.96	9.78	11.97	10.33
Banco X	8.15	9.05	8.55	7.95	9.84	10.27	5.17	-9.79	8.82	-28.48

GRÁFICA 9
Liquidez general
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

GRÁFICA 10
Liquidez operativa
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

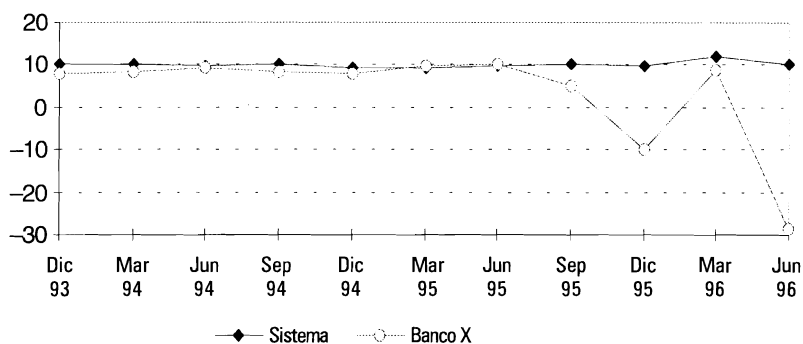
CUADRO 4
Banco X y sistema: índice de morosidad
(Porcentajes)

	1994				1995				1996	
	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Banco X	9.33	9.30	9.31	7.58	10.40	16.40	20.98	27.69	31.22	34.04
Sistema	8.14	8.31	8.29	9.01	11.98	13.85	15.21	13.91	15.15	15.71
Sistema no intervenido	8.14	8.38	8.31	7.30	9.63	10.64	11.19	9.79	10.86	11.26

CUADRO 5
Rentabilidad
(Porcentajes)

	1994				1995				1996	
	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Margen financiero anual a activos productivos promedio										
Sistema	6.94	5.74	6.06	6.48	10.10	8.98	7.90	7.62	5.39	5.78
Banco X	6.19	3.44	5.57	6.27	2.55	3.26	2.56	-0.07	-9.17	-8.30
Margen financiero a ingreso financiero										
Sistema	37.13	32.14	30.70	29.97	20.34	15.07	13.90	13.21	10.18	11.93
Banco X	41.74	24.23	30.62	30.10	5.81	5.61	4.72	-0.14	-15.65	-15.57
Margen financiero a ingreso total										
Sistema	31.11	27.34	26.55	25.84	17.94	13.77	12.68	12.03	8.99	10.48
Banco X	35.68	20.26	26.67	26.32	5.22	5.11	4.33	-0.13	-14.42	-14.25
Margen financiero anual a activos promedio										
Sistema	5.38	4.45	4.69	5.02	6.40	5.69	5.00	4.83	2.93	3.14
Banco X	5.00	2.78	4.50	5.06	1.73	2.20	1.73	-0.05	-4.70	-4.25
Ingreso financiero anual a activos promedio										
Sistema	14.43	13.83	15.29	16.76	31.45	37.73	35.97	36.55	28.81	26.34
Banco X	11.99	11.47	14.70	16.82	29.71	39.23	36.68	35.53	30.02	27.30
Costo financiero anual a activos promedio										
Sistema	9.05	9.40	10.60	11.74	25.05	32.04	30.97	31.72	25.87	23.20
Banco X	6.99	8.69	10.20	11.76	27.98	37.02	34.95	35.58	34.71	31.55

GRÁFICA 11
Sistema y banco X: índice de capitalización
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

mecanismos de captación que le representan a la institución un costo mucho mayor.

Reflejo de este fondeo oneroso es el incremento de la proporción de pasivos onerosos a pasivo total; en diciembre de 1994 esta proporción fue del 66% y alcanzó niveles mayores al 74%. Con base en lo anterior, su rentabilidad se vio fuertemente afectada, al igual que su índice de capitalización, como se muestra en el cuadro 5.

Como resultado de lo anterior, los accionistas dejaron de administrar al banco, que entró a un proceso de restructuración muy intensa. A partir de que las autoridades remplazaron la dirección de la institución, las cosas comenzaron a mejorar.

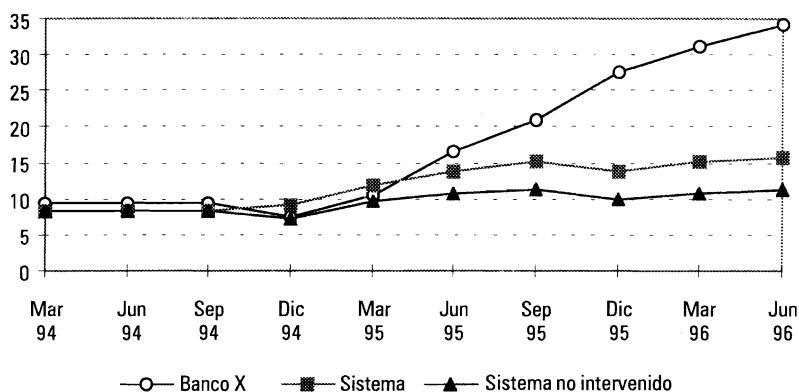
CONCLUSIONES

Tomamos como base el trabajo expuesto por Diamond-Dybvig en el que se analizan los requerimientos de liquidez con base en las decisiones y percepciones de los individuos sobre la situación de un banco. El elemento fundamental de su trabajo es la introduc-

CUADRO 5
Rentabilidad
(Porcentajes)

	1994				1995				1996	
	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Margen financiero anual a activos productivos promedio										
Sistema	6.94	5.74	6.06	6.48	10.10	8.98	7.90	7.62	5.39	5.78
Banco X	6.19	3.44	5.57	6.27	2.55	3.26	2.56	-0.07	-9.17	-8.30
Margen financiero a ingreso financiero										
Sistema	37.13	32.14	30.70	29.97	20.34	15.07	13.90	13.21	10.18	11.93
Banco X	41.74	24.23	30.62	30.10	5.81	5.61	4.72	-0.14	-15.65	-15.57
Margen financiero a ingreso total										
Sistema	31.11	27.34	26.55	25.84	17.94	13.77	12.68	12.03	8.99	10.48
Banco X	35.68	20.26	26.67	26.32	5.22	5.11	4.33	-0.13	-14.42	-14.25
Margen financiero anual a activos promedio										
Sistema	5.38	4.45	4.69	5.02	6.40	5.69	5.00	4.83	2.93	3.14
Banco X	5.00	2.78	4.50	5.06	1.73	2.20	1.73	-0.05	-4.70	-4.25
Ingreso financiero anual a activos promedio										
Sistema	14.43	13.83	15.29	16.76	31.45	37.73	35.97	36.55	28.81	26.34
Banco X	11.99	11.47	14.70	16.82	29.71	39.23	36.68	35.53	30.02	27.30
Costo financiero anual a activos promedio										
Sistema	9.05	9.40	10.60	11.74	25.05	32.04	30.97	31.72	25.87	23.20
Banco X	6.99	8.69	10.20	11.76	27.98	37.02	34.95	35.58	34.71	31.55

GRÁFICA 12
Índice de morosidad
(Porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

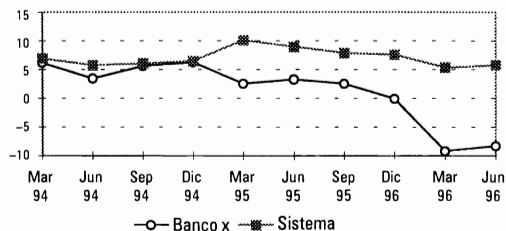
ción del seguro de depósito para obtener un riesgo óptimo compartido y un equilibrio general. El consenso en favor del seguro de depósito entre la mayoría de los reguladores ha sido muy bien aceptado. No obstante, existen puntos de vista para limitar este seguro, para reducir el riesgo moral y mejorar la disciplina bancaria. Un seguro de depósito con cobertura ilimitada no necesariamente desincentiva a la administración de los bancos para seguir dándole un peso importante al riesgo de liquidez, ya que de lo contrario los bancos que no obtengan efectivo a un costo razonable tendrán problemas de solvencia; esta situación se agrava aún más cuando se presenta una crisis financiera. Por tanto, un adecuado manejo de la liquidez es de vital importancia para mantener a las instituciones sanas; sin embargo, como pueden presentarse incentivos perversos deberán instrumentarse medidas para evitar el riesgo moral, por ejemplo, limitar el seguro de depósito, capitalizar riesgos de mercado, cobrar primas diferenciales en el seguro de acuerdo con el riesgo, crear reservas preventivas y establecer una supervisión estricta.

GRÁFICA 13

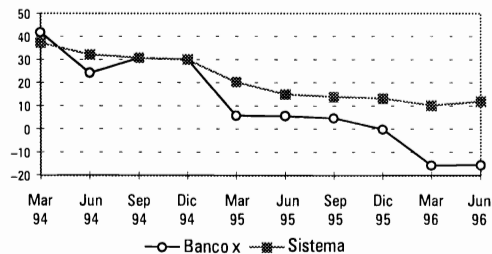
Rentabilidad

(Porcentajes)

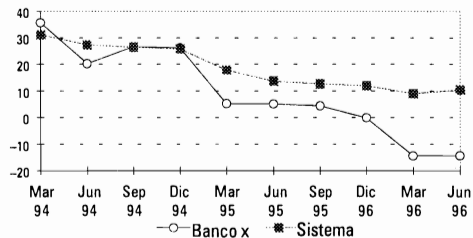
Margen financiero anualizado /
Activos productivos promedio



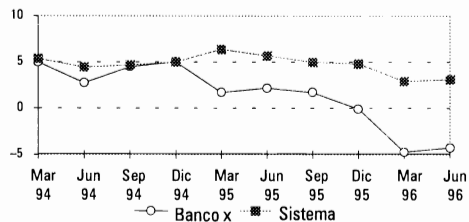
Margen financiero / Ingreso financiero



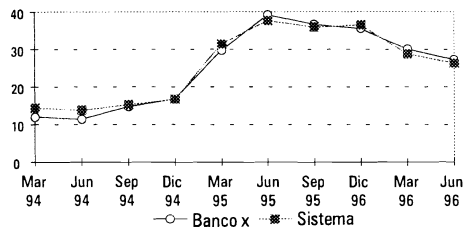
Margen financiero / Ingreso total



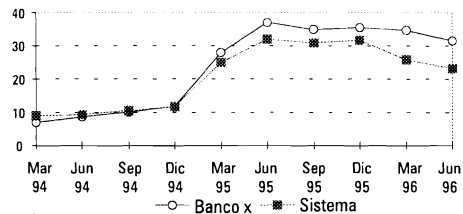
Margen financiero anualizado /
Activos promedio



Margen financiero anualizado /
Activos promedio



Costo financiero anualizado /
Activos promedio



FUENTE: Elaboración propia con base en información de la CNBV.

BIBLIOGRAFÍA

- Berger, A., R. Herring y G. Szegö, "The role of capital in financial Institutions", *Journal of Banking and Finance*, 1985.
- Bhattacharya, S., "Aspects of monetary and banking theory under moral hazard", *Journal of Finance*, 1982.
- Boyrd, J. y M. Gertler, "Us Commercial Banking: Trends, Cycles and Policy", *Abstract. NBER, Working paper 4404*, julio de 1993.
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores, *Boletín Estadístico de Banca Múltiple*, junio de 1996.
- Dewatripoint, M. y J. Tirole, *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, Mass., y Londres, The MIT Press, 1994.
- Diamond, D., "Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt", *Journal of Political Economy*, vol. 99, núm. 41, University of Chicago, 1991.
- , "Bank loan maturity and priority when borrowers can refinance", en C. Mayer y X. Vives (eds), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993.
- Diamond, D. y P. Dybvig, "Banking theory, deposit insurance and bank regulation", *Journal of Business*, 1983.
- , "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm.31, The University of Chicago Press, 1983.
- Díaz de León Carrillo, Alejandro, *Seguro sobre depósitos en México. Reformas al Fondo Bancario de Protección al Ahorro*, tesis Economía, México, ITAM, 1993.
- Holmström, B. y J. Tirole, "Market liquidity and performance monitoring", *Journal of Political Economy*, 1993.
- Jacklin, C. y S. Bhattacharya, "Distinguishing panics and information based bank runs: Welfare and policy implications", *Journal of Political Economy*, vol. 96, núm. 31, The University of Chicago, 1988.

- Koch, T., *Bank Management*, Orlando, University of South Carolina, Harcourt Brace College Publishers, 3a. ed., 1995.
- Merton, R., "On the costs of deposit insurance when there are surveillance costs", *Journal of Business*, 1978.
- Stiglitz, J. y A. Weiss, "Credit rationing with imperfect information", *American Economic Review*, vol. 71, 1981.
- Sundararajan, V. y T. Baliño, *Issues in Recent Banking Crises*.
- Tobin, J., "The Commercial Banking Firm: A simple Model Scand", *Journal of Economics*, Yale University Press, 1982.

CUARTA PARTE

BANCA CENTRAL
Y POLÍTICAS PÚBLICAS

EFFECTOS DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN LA DEUDA PÚBLICA DE MÉXICO

Guadalupe Mántey

INTRODUCCIÓN

Durante el decenio de los ochenta el sistema financiero mexicano experimentó profundas transformaciones al pasar de un régimen altamente regulado a otro totalmente liberalizado. El proceso culminó con la reprivatización de la banca comercial en 1990 y el otorgamiento de autonomía al Banco de México en 1993.

La desregulación financiera ocurrió simultáneamente con una reducción en el tamaño del Estado y el saneamiento de sus finanzas, lo que dio lugar a una canalización masiva de recursos financieros al sector privado de la economía.

Las reformas financieras, aplicadas luego de una fuerte liberalización del comercio exterior, ocasionaron el deterioro de la balanza en cuenta corriente y presionaron al gobierno a seguir una política proteccionista respecto a la reserva de divisas del banco central, mediante la colocación de deuda interna más allá de sus necesidades presupuestarias y a elevadas tasas de interés.

En este trabajo se analizan las características de este proceso y los riesgos que entraña, toda vez que el endeudamiento público con fines de estabilización monetaria, en una economía financieramente abierta y desregulada como la de México, compromete sensiblemente la soberanía nacional.

El ensayo está dividido en siete secciones. Las dos primeras

describen los mecanismos de la política monetaria antes y después de la liberalización financiera. En las dos siguientes se analiza cuál debiera ser el comportamiento de un banco central verdaderamente autónomo, y se contrasta con el comportamiento de un banco central con autonomía protegida como el Banco de México. La quinta sección muestra las ventajas que la banca comercial obtuvo con la liberalización financiera en función de la estructura oligopólica de su mercado, y llama la atención sobre la peculiar estructura de las tasas de interés a corto plazo en México, pues las de los depósitos bancarios son menores que las de los activos sin riesgo que emite el gobierno federal.

En las dos últimas secciones se señalan los riesgos que para la soberanía nacional representa el tener un banco central con autonomía protegida y se proponen algunas medidas de política monetaria para corregir esta situación.

1. POLÍTICA MONETARIA EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO REGULADO

El gobierno de México ha mantenido, tradicionalmente, una política de absoluta libertad cambiaria. Este principio fundamental sólo fue violado en 1982, cuando la crisis deudora del país agotó las reservas internacionales. Pero fuera del corto periodo de tres meses (septiembre a diciembre) en que imperó el control de cambios, las políticas monetaria y fiscal se han combinado para mantener las condiciones apropiadas para ejercer esa libertad de cambios.

En el sistema mexicano fuertemente regulado que existía hasta principios de los ochenta, la oferta ilimitada de divisas al tipo de cambio fijado por las autoridades se sostenía con base en tres instrumentos de política económica fundamentales: i) la regulación de tasas pasivas de interés bancario; ii) el establecimiento de encajes fijos y marginales flexibles sobre la captación bancaria, y

iii) la adecuación del gasto público a las circunstancias impuestas por la balanza de pagos.

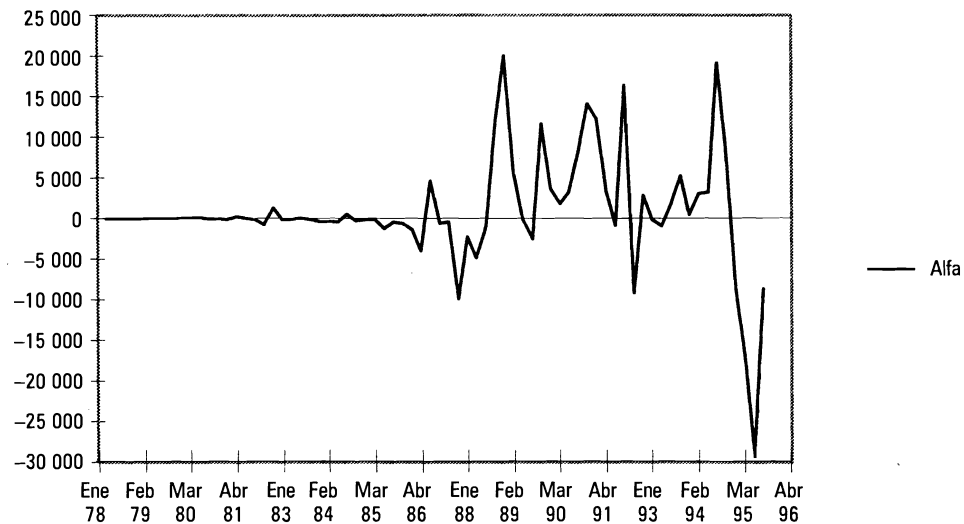
Al fijar las tasas de interés a las cuales los bancos comerciales captaban recursos del público, el banco central asumía el compromiso de remunerar adecuadamente las reservas que aquél depositaba en el instituto emisor. Estas reservas se invertían en valores gubernamentales o permanecían como depósitos con interés en el banco central, que determinaba también estos dos tipos de rendimientos.

El sistema regulado cuidaba de mantener los tipos de interés competitivos internacionalmente (habida cuenta del riesgo cambiario) y regulaba el crédito, así como el gasto público, a fin de mantener equilibrada la balanza de pagos. Cuando ésta acusaba déficit, elevaba las tasas de interés, incrementaba los encajes marginales, remuneraba las reservas excedentes de los bancos en el instituto central y contraía el gasto público. Lo opuesto sucedía cuando contaba con suficientes recursos externos para fomentar el crecimiento del gasto interno.

La emisión de deuda pública interna en el periodo de alta regulación del sistema financiero mexicano respondía principalmente a las necesidades de financiamiento del déficit público, de modo que el diferencial entre la colocación anual de valores gubernamentales y el déficit económico era muy cercano a cero hasta mediados de los ochenta, como se aprecia en la gráfica 1.

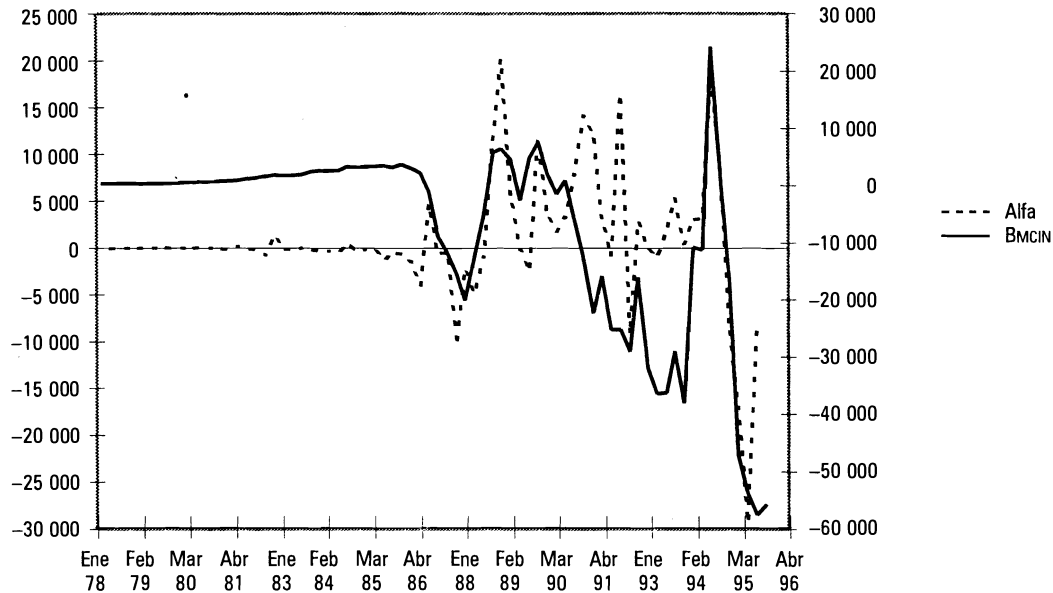
El banco central, al actuar como agente colocador de la deuda pública interna en el sistema bancario regulado, mantenía un equilibrio entre los depósitos que recibía de los bancos comerciales (por reservas de encaje y excedentes) y el financiamiento que concedía tanto al gobierno federal (crédito directo y tenencias de valores gubernamentales) como a los mismos bancos comerciales. El crédito interno neto del instituto emisor (base monetaria menos activos internacionales) se mantuvo así cercano a cero hasta mediados de los ochenta (véase la gráfica 2), siguiendo un patrón similar al que mostró la colocación de valores gubernamentales con respecto al déficit fiscal.

GRÁFICA 1
(Millones de pesos)



Alfa = Colocación neta de valores gubernamentales menos déficit fiscal.

GRÁFICA 2
(Millones de pesos)



Alfa = Colocación neta de valores gubernamentales menos déficit fiscal.

BMCIN = Crédito interno neto del Banco de México.

2. POLÍTICA MONETARIA EN EL SISTEMA FINANCIERO DESREGULADO

La desregulación del sistema financiero mexicano se manifestó en tres tipos de medidas: 1] la eliminación del encaje legal sobre depósitos bancarios; 2] la liberalización de tasas de interés, y 3] la desregulación a la inversión de extranjeros en el mercado bursátil mexicano.

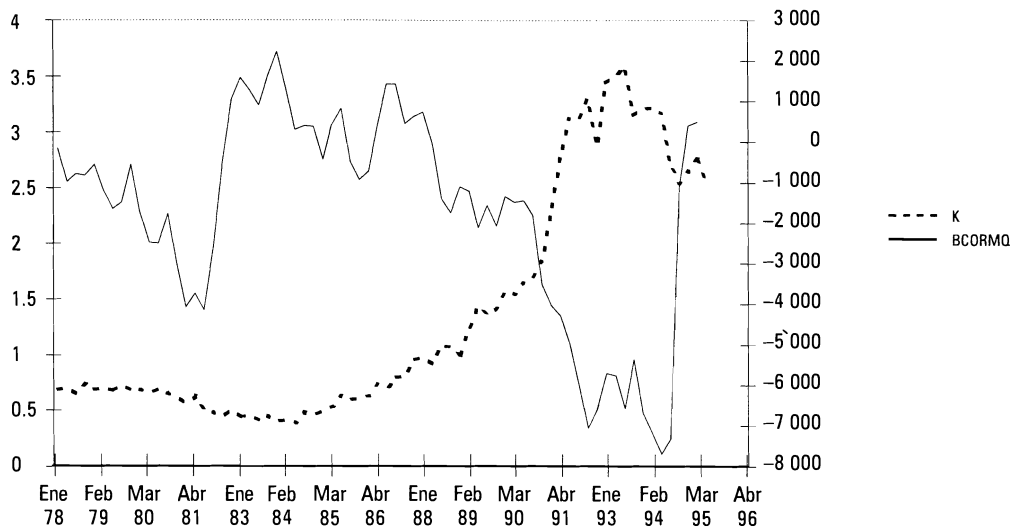
Estas disposiciones se aplicaron al mismo tiempo que se reducía el tamaño del sector público y se saneaban sus finanzas, de manera que se liberaron abundantes recursos financieros para ser canalizados al sector privado de la economía.

La reducción gradual, a partir de 1985, de la proporción de valores gubernamentales que los bancos comerciales debían mantener en sus carteras, se tradujo en un impresionante crecimiento del multiplicador monetario. Esta expansión de la liquidez interna, unida a una política de liberalización del comercio exterior, ocasionó un sensible deterioro de la balanza en cuenta corriente del país, como se puede apreciar en la gráfica 3.

La liberalización de las tasas de interés bancarias, lejos de contribuir a aliviar las presiones sobre la balanza de pagos las acentuó debido a las condiciones de competencia oligopólica en que opera el mercado bancario mexicano [Mántey, 1996b]. En México, como puede apreciarse en la gráfica 4, las tasas de interés del activo sin riesgo (i.e. cetes) han sido tradicionalmente superiores (no menores) a los depósitos bancarios de igual plazo. Esto indica que la posición estratégica de los bancos en el sistema de pagos les ha permitido remunerar los depósitos con tasas de interés por debajo de las tasas de mercado. Este diferencial existía aun en tiempos del sistema regulado, pero tendió a ampliarse sensiblemente a partir de la liberalización total de tasas de interés en 1988.

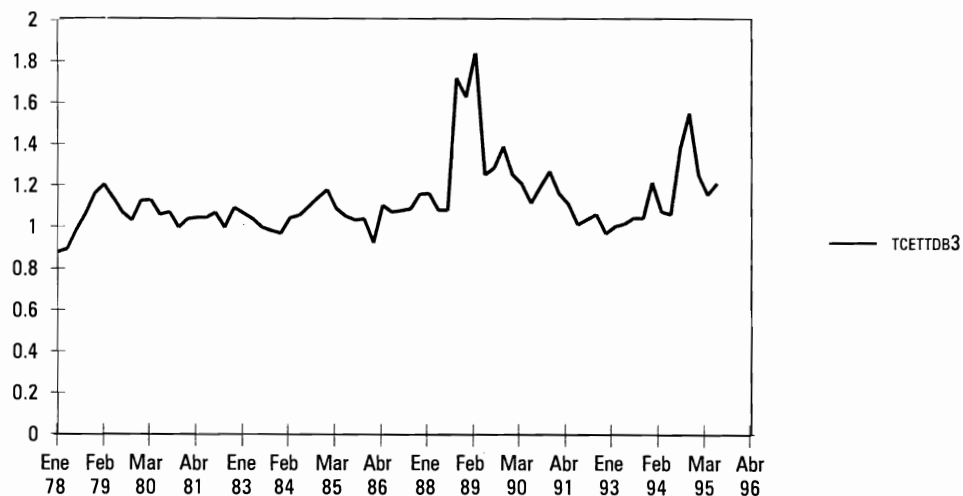
Por su parte, las tasas de Cetes y la tasa a la cual el banco central provee de liquidez a los bancos comerciales (tasa interbancaria) han tenido que elevarse para responder al incremento del riesgo

GRÁFICA 3
(Millones de pesos)



K = Multiplicador monetario.
BCORMQ = Balanza en cuenta corriente.

GRÁFICA 4
(Millones de pesos)



TCETDB3 = Tasa de cetes / tasa de depósitos bancarios a tres meses de plazo.

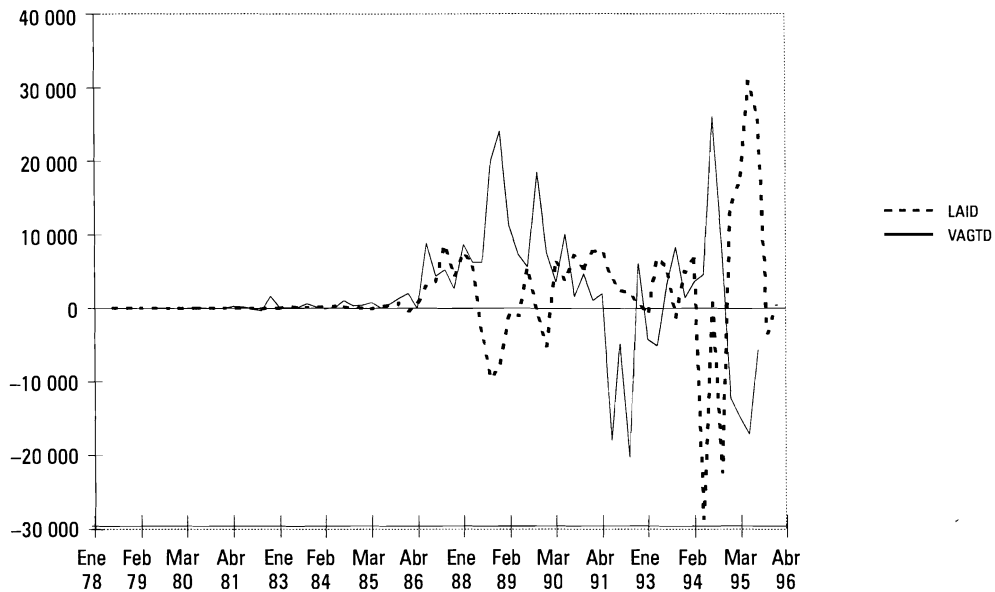
cambiario y a las presiones de los flujos especulativos de capital internacional. Es bien sabido que la desregulación financiera en escala mundial ha generado una masa impresionante de capital especulativo que arbitra internacionalmente tasas de interés y tipos de cambio y que constituye actualmente el principal elemento desestabilizador de las balanzas de pagos.

La desproporción entre el crecimiento de la liquidez internacional y el comercio mundial de mercancías ha obligado a los gobiernos de los países a priorizar en el corto plazo el equilibrio de la cuenta de capital con el exterior, relegando a segundo término el equilibrio de la balanza comercial (Banco de Pagos Internacionales, 1990). Esto ha propiciado la aparición del llamado “mal holandés”, o sea la sobrevaluación de los tipos de cambio apoyados en un influjo de capitales atraídos por altas tasas de interés [Cambiaso, 1993].

El uso de la tasa de interés como el principal elemento estabilizador de la balanza de pagos en el sistema financiero liberalizado de hoy en día se ha visto acompañado por la derogación de disposiciones nacionales limitantes de las inversiones extranjeras de cartera. En países como México, con mercados accionarios todavía poco desarrollados, la estabilización de la balanza de pagos por medio de la tasa de interés y la atracción de inversiones extranjeras de cartera ha tendido a incrementar la deuda pública interna. Ésta ha dejado de responder a las necesidades de financiamiento del déficit público y se ha convertido *de facto* en un instrumento de la política monetaria.

Las gráficas 1 y 5 muestran claramente cómo, a partir de 1986, la colocación de valores gubernamentales ha dejado de responder a las necesidades de financiamiento del déficit fiscal y ha tendido a moverse en sentido inverso a la variación de la reserva internacional en el trimestre anterior.

GRÁFICA 5
(Millones de pesos)



LAID = Variación de la reserva internacional en el trimestre anterior.

VAGTD = Colocación neta de valores gubernamentales.

3. POLÍTICA MONETARIA DE UN BANCO CENTRAL AUTÓNOMO

La desregulación del sistema bancario mexicano, iniciada con la supresión del encaje legal en 1984 y la liberalización total de tasas de interés en 1988, fue seguida por la reprivatización de las instituciones de crédito en 1990, y finalmente por el decreto que concedió autonomía de gestión al Banco de México a partir de 1993.

En palabras sencillas, la autonomía del banco central significa que éste expandirá la base monetaria sólo en concordancia con sus objetivos de estabilidad de precios y no para financiar al gobierno.

Dado que el tipo de cambio influye en forma decisiva en el nivel de los precios internos, el banco central autónomo debe mantener un nivel de reservas internacionales suficiente para evitar movimientos bruscos en la paridad cambiaria.

Para allegarse divisas, el banco central autónomo ha de manejar adecuadamente su crédito interno y la tasa de interés a la cual proporciona reservas a los bancos comerciales. El volumen de crédito interno que conceda y el precio al que libere dinero de alto poder determinarán el crecimiento de los medios de pago, las tasas de interés de mercado, incluida la tasa del activo sin riesgo (i.e. valores gubernamentales de corto plazo) y el saldo de la balanza de pagos.

Ante una baja no deseada en el nivel de la reserva de divisas, el banco central autónomo contraerá su crédito y hará que suba la tasa de interés interbancaria. El mayor precio de las reservas monetarias obligará a los bancos comerciales a recurrir a otros mecanismos de fondeo.

Para evitar recurrir al crédito del banco central, que ahora tendrá un alto costo, los bancos intentarán vender parte de su cartera de valores gubernamentales de corto plazo, presionando al alza sus tasas de rendimiento (i.e. contrayendo sus precios) y al mismo tiempo estarán dispuestos a elevar las tasas de interés que ofrezcan a sus depositantes. De esta manera, la tasa de interés

interbancaria determinará la tasa del activo sin riesgo y el resto de tasas de interés de mercado.

En un sistema bancario competitivo, la relación entre la tasa de interés de las reservas del banco central (TIIB), la tasa de interés de los valores gubernamentales de corto plazo (TCETE) y la tasa de los depósitos bancarios (TDB) será la siguiente:

$$TIIB > TDB > TCETE$$

La tasa de interés interbancaria será la mayor, para desalentar a los bancos a acudir al prestamista de última instancia. Por su parte, la tasa de los valores gubernamentales deberá ser menor que la de los depósitos bancarios a plazo similar en atención al menor grado de riesgo del instrumento financiero.

En México, sin embargo, esta estructura de tasas de interés no se ha dado. Desde su creación, los cetes han pagado mayores rendimientos que los depósitos bancarios, manteniendo un diferencial estrecho con la tasa interbancaria. A partir de la liberalización total de las tasas de interés, en 1988, los diferenciales entre los cetes y los depósitos bancarios se han ampliado, y el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa de cetes se ha reducido. Estos hechos reflejan una política que llamaremos de protección al banco central por parte del gobierno federal, que se traduce en privilegios de monopolio para los bancos comerciales. No obstante que al Banco de México se le ha decretado la autonomía, en los hechos continúa dependiente de una política de subsidios a la constitución de reservas internacionales por parte del gobierno federal.

4. AUTONOMÍA PROTEGIDA DEL BANCO DE MÉXICO

El gobierno federal ha ejercido una política de subsidio a la acumulación de reservas internacionales actuando como “prestatario

de última instancia”. Cuando el Banco de México ha juzgado conveniente elevar las tasas de interés, el gobierno federal ha colocado volúmenes crecientes de deuda pública interna a tasas altas de rendimiento.

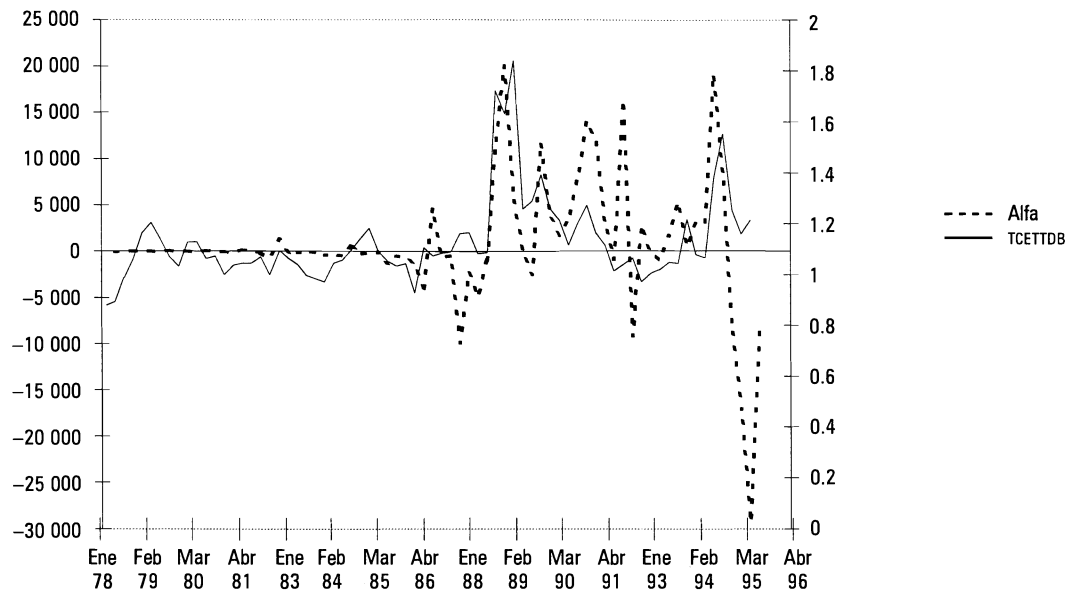
Hasta mediados de los ochenta, esta política significaba solamente optar por una entre diversas formas de financiamiento del déficit público. La colocación de deuda pública interna, como se ve en la gráfica 1, respondía fundamentalmente al monto del déficit económico del gobierno.

Sin embargo, desde la segunda mitad de los ochenta, cuando el gobierno federal logró sanear sus finanzas, y de una situación deficitaria pasó a otra superavitaria, la política de colocación de deuda interna quedó sometida casi exclusivamente a los objetivos de la política monetaria. Una parte sustancial de los recursos captados mediante el endeudamiento interno del gobierno federal han sido desde entonces depositados por éste en el Banco de México para financiar la acumulación de reservas internacionales, lo que se ha traducido en un crédito interno neto negativo del instituto emisor casi ininterrumpidamente desde 1987 hasta nuestros días (véase la gráfica 2).

No obstante que los certificados de Tesorería son instrumentos financieros con menor grado de riesgo que los depósitos bancarios, en México los primeros han pagado siempre rendimientos superiores a los segundos, como se aprecia en la gráfica 6. Este diferencial es representativo del subsidio otorgado a la libre convertibilidad de la moneda.

A diferencia de lo que sucede con un banco central autónomo que, tras establecer un nivel deseable de reservas internacionales, fija la tasa interbancaria —y por medio de ella influye en los rendimientos de los valores gubernamentales y otras tasas de mercado—, un banco central “protegido” como el Banco de México establece el nivel deseado de reservas y estima el monto de deuda pública interna que habrá de ser colocado para financiarlas. Esto determina la tasa de interés “de mercado” del activo sin

GRÁFICA 6
(Millones de pesos)



Alfa = Colocación neta de valores gubernamentales menos déficit fiscal.

TCETDB = Tasa de cetes / tasa de depósitos bancarios a tres meses.

riesgo, la cual se toma de base para establecer la tasa interbancaria [Mántey, 1996a], y no a la inversa, como sucede con un banco central verdaderamente autónomo.

Si el gobierno federal se ve obligado a pagar una tasa de interés más alta por su deuda interna para fortalecer la reserva de divisas del banco central, éste reaccionará con una elevación de la tasa interbancaria, retirando dinero de alto poder. La composición del medio circulante, en estas circunstancias, será inestable y variará en forma un tanto paradójica, pues la proporción correspondiente a billetes y monedas tenderá a declinar cuando las reservas internacionales aumenten. Este fenómeno se presenta claramente en México, como se aprecia en la gráfica 7.

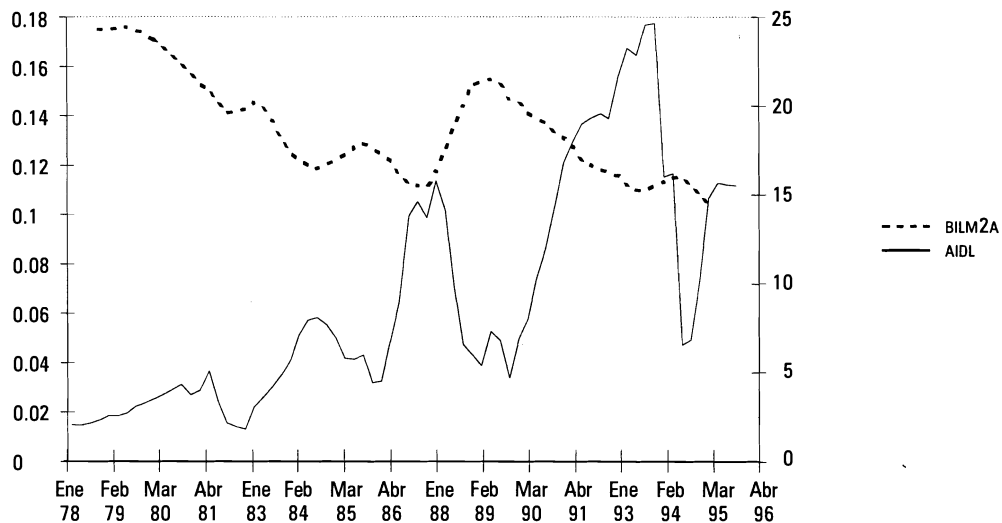
Un banco central protegido es aquél que acumula reservas internacionales gracias a apoyos que recibe de su gobierno. Éstos pueden ser directos, en forma de depósitos constituidos en el instituto emisor, o indirectos, provenientes de avales sobre préstamos recibidos del exterior con fines de estabilización monetaria.

El Banco de México, hasta 1984, no mostró signos de proteccionismo, como se desprende de la gráfica 8. Sin embargo, a medida que se fue avanzando en la desregulación financiera, la suma de los depósitos netos del gobierno federal, más los depósitos de organismos internacionales, fue constituyendo una proporción cada vez mayor del valor de la reserva internacional, llegando a representar más del 100% de ésta durante la crisis financiera de 1995, como lo muestra la gráfica 8.

5. CUASI-RENTAS DE LA BANCA COMERCIAL

La protección gubernamental a la reserva de divisas del banco central —mediante la colocación de deuda pública interna con tasas de interés atractivas para los grandes ahorradores—, ha permitido a la banca comercial obtener cuasi-rentas a partir del

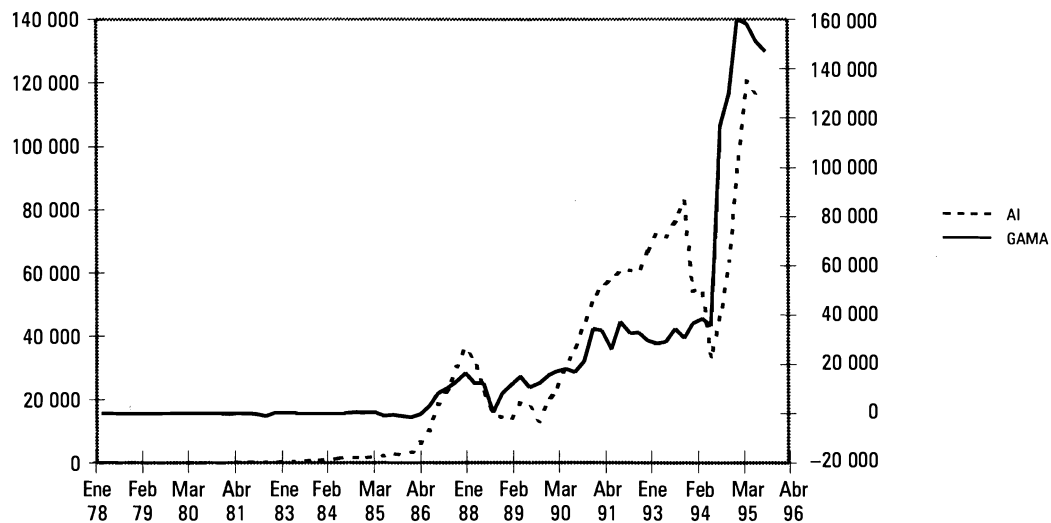
GRÁFICA 7
(Millones de pesos)



BILM2A = Participación de billetes y monedas en el agregado M2 (promedio anual).

AIDL = Reserva internacional en dólares.

GRÁFICA 8
(Millones de pesos)



AI = Reserva internacional expresada en pesos.

GAMA = Suma de depósitos del gobierno federal y organismos internacionales en el Banco de México.

diferencial entre las tasas de interés sobre depósitos bancarios y los rendimientos que ofrecen los valores gubernamentales [Mántey, 1996b].

En México, como se ha señalado, la relación entre las tasas de interés a corto plazo de los recursos del banco central (TIIB), de los valores gubernamentales (TCET) y de los depósitos bancarios (TDB) es la siguiente:

$$\text{TIIB} > \text{TCET} > \text{TDB}$$

Esta estructura permite a los bancos obtener un beneficio neto de sus tenencias de valores gubernamentales en cartera, aun cuando la tasa de rendimiento de éstos sea inferior a la tasa que cobran sobre sus préstamos (TIA).

Cuando un banco percibe un alto riesgo en sus operaciones de préstamo al sector privado tiene siempre la posibilidad de invertir en valores gubernamentales los recursos que ha captado, con lo que obtiene un interés neto. Si se considera la tasa de los valores gubernamentales como la “tasa de mercado”, el diferencial entre ésta y la tasa de depósitos bancarios significa un ingreso monopólico por el papel estratégico que desempeñan las instituciones de crédito en el sistema de pagos.

Hemos señalado que las políticas de desregulación financiera y reducción del gasto público, aplicadas en México desde mediados de los ochenta, incrementaron fuertemente los recursos crediticios canalizados al sector privado, y que esta generación excesiva de liquidez, en conjunción con una política de apertura comercial acelerada, dieron por resultado un déficit creciente en la cuenta corriente con el exterior. Para corregir el desequilibrio externo, sin dar marcha atrás al proceso de liberalización económica emprendido, y contener al mismo tiempo la inflación, la política consistió en liberalizar las tasas de interés y estabilizar el tipo de cambio nominal. De acuerdo con el paradigma de política económica adoptado, la liberalización de las tasas de interés atraería capitales

del exterior y fomentaría el ahorro interno, asegurando su canalización a inversiones productivas de alto rendimiento [McKinnon, 1973, 1988; Fry, 1990].

La liberalización de tasas de interés, sin embargo, tuvo resultados contradictorios. Si bien es cierto que los altos rendimientos ofrecidos por los valores gubernamentales atrajeron importantes volúmenes de recursos externos, por otro lado la liberalización de las tasas de interés sobre los depósitos en los bancos dio a estas instituciones la oportunidad no sólo de mantener sino de incrementar su diferencial con relación a los activos sin riesgo. Como puede apreciarse en la gráfica 6, a partir de 1988 en que se liberaron todas las tasas de interés bancarias, el diferencial entre las tasas de cetes y las tasas de depósitos bancarios continuó siendo positivo y además tendió a ampliarse. Esto fue posible gracias a la estructura oligopólica del mercado bancario mexicano.

La desregulación financiera, cuando se aplica en un sistema bancario oligopólico y con un banco central protegido, representa una fuerte carga para el erario nacional, pues la colocación de valores gubernamentales a tasas de interés atractivas constituye la base de la estabilidad macroeconómica. El sector bancario, que resulta el más beneficiado con la desregulación, ya que puede expandir el crédito con mayor liberalidad, lejos de contribuir a atraer recursos externos y a fomentar la canalización institucional de los ahorros internos, ofreciendo tasas de interés competitivas sobre los depósitos, aprovecha su poder monopólico para reducir las tasas de interés pasivas y ampliar sus cuasi-rentas a costa del presupuesto público

6. BANCA CENTRAL CON AUTONOMÍA PROTEGIDA, DEUDA PÚBLICA EXTERNA Y SOBERANÍA NACIONAL

La autonomía protegida del banco central implica la colocación de deuda pública con independencia de las necesidades financieras

del gobierno y, lo que es más grave, la posibilidad de un sobreendeudamiento en respuesta a ataques especulativos contra la moneda. En estas circunstancias, la dependencia económica de un país con moneda débil respecto a otro u otros cuyas monedas se usan como activos de reserva, rápidamente se convierte en dependencia política, pues el gobierno asume el papel de “proveedor de última instancia de divisas”.

Sostener la libre convertibilidad de la moneda durante un ataque especulativo, con un banco central protegido, puede comprometer gravemente la soberanía nacional, forzando al gobierno a aceptar acuerdos de estabilización monetaria indebidamente condicionados con países de moneda dura. De hecho, la libre convertibilidad de la moneda en los países en vías de desarrollo se ha convertido en un expediente eficaz para su integración subordinada al área monetaria de su principal socio comercial [Mántey, 1996c].

La protección a las reservas internacionales del Banco Central puede significar que el gobierno abandone los objetivos de crecimiento en aras de una precaria estabilización monetaria. La fragilidad financiera reaparecerá en cuanto el mercado perciba la acumulación de deuda pública y la incapacidad del gobierno para resistir un nuevo embate especulativo. Las reestructuraciones de la deuda pública externa constituirán nuevas oportunidades para que la banca internacional y los gobiernos de los países con moneda fuerte obtengan concesiones adicionales del país con moneda débil.

7. DESREGULACIÓN BANCARIA Y AUTONOMÍA GENUINA DEL BANCO CENTRAL

Hemos señalado que en México la desregulación financiera y la contención del gasto público incrementaron fuertemente los flujos de crédito al sector privado y presionaron la balanza en cuenta

corriente con el exterior. También hemos observado que el gobierno federal ha colocado deuda pública interna en exceso de sus necesidades financieras a fin de esterilizar la creación de dinero bancario privado, y ha depositado esos recursos en el banco central para permitir que éste acumule reservas internacionales.

Nuestro análisis nos ha llevado a concluir que la desregulación financiera y la apertura externa, con un banco central protegido así por el gobierno, representa una pesada carga para el erario y puede tener consecuencias peligrosas para la soberanía nacional. Procede ahora preguntarnos si es posible cambiar esta situación sin contravenir los acuerdos internacionales que México ya ha suscrito. De manera especial, interesa saber qué medidas preventivas pueden tomarse sin recurrir al control de cambios.

Si el Banco de México fuera verdaderamente autónomo, es decir, si operara a modo de mantener estable el valor de la moneda sin la protección del gobierno o a la reserva de divisas, tendría que permitir incrementos más fuertes en la tasa de interés interbancaria, e incluso considerar la posibilidad de imponer de nuevo al sistema de encajes a la banca comercial.

El banco central ha mantenido, con ayuda del gobierno federal, un mecanismo de apoyo a la banca comercial que se justificaba en el sistema bancario regulado, pero que es inadmisibles en un sistema liberalizado. Antiguamente, cuando el Banco de México fijaba las tasas de interés pasivas de los bancos comerciales, permitía a éstos que los recursos captados que no se hubieran destinado al crédito los re-depositaran en una cuenta de valores gubernamentales en el instituto central, por lo que obtenían un interés que cubría sus costos de captación. Ahora, con el sistema desregulado, el banco central ofrece a los bancos comerciales una alternativa aún más atractiva, que consiste en captar recursos a tasas reducidas e invertirlos en valores gubernamentales con un rendimiento significativamente mayor.

La desregulación bancaria ha dado a la banca comercial la posibilidad de reducir sus costos de captación, y al mismo tiempo

aumentar el multiplicador del crédito, lo cual, como hemos señalado, ejerce presión sobre la balanza de pagos.

Para reducir la creación de dinero bancario y levantar las tasas de interés internas, sin ocasionar un sacrificio fiscal, el instituto emisor podría elevar fuertemente la tasa de interés interbancaria, presionando a los bancos a elevar sus tasas de interés sobre depósitos. Dado que el gobierno dejaría de endeudarse para sostener la reserva internacional, sus títulos tendrían mayor demanda y sus tasas de interés serían menos elevadas, reduciendo el servicio de la deuda pública interna. En otras palabras, el banco central establecería una estructura de tasas de interés verdaderamente en función del riesgo, donde las tasas sobre depósitos bancarios fueran mayores que las tasas de los valores gubernamentales de plazo similar.

Suponiendo que los márgenes de intermediación se mantuvieran sin variaciones, los mayores costos de captación se traducirían en mayores tasas de interés activas, las cuales deprimirían la demanda de crédito, reduciendo las tensiones sobre la balanza de pagos.

Si la demanda de préstamos bancarios fuera poco elástica a las tasas de interés activas, o si el banco central autónomo no deseara fluctuaciones bruscas en las tasas de interés internas, el volumen del crédito se podría regular estableciendo nuevamente un sistema de encajes. Los bancos captarían recursos a tasas competitivas y el banco central remuneraría las reservas legales a una tasa equivalente al costo promedio de captación.

CONCLUSIONES

1] En México la desregulación financiera y el saneamiento de las finanzas públicas permitió a los bancos reducir las tasas de interés que pagan por los depósitos, al mismo tiempo que elevaban el multiplicador del crédito.

2] La rápida expansión del crédito al sector privado, en combi-

nación con una política de liberalización comercial acelerada, generó presiones en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

3] Para proteger la reserva de divisas del banco central, el gobierno federal colocó montos importantes de deuda pública interna con elevadas tasas de interés y realizó depósitos en el Banco de México a modo de esterilizar la abundante generación de dinero bancario privado.

4] El endeudamiento público para proteger la reserva internacional, en un régimen de libre convertibilidad de la moneda, compromete peligrosamente la soberanía nacional, ya que obliga al gobierno a aceptar condicionamientos de autoridades monetarias extranjeras en préstamos de estabilización monetaria.

5] Un banco central que opere con autonomía y sin protección asegurada del gobierno a su reserva internacional, deberá utilizar libremente la tasa de interés sobre las reservas que ofrezca al sistema bancario, a fin de que la estructura de tasas de interés a corto plazo refleje el riesgo relativo de los instrumentos de ahorro disponibles.

En otras palabras, el instituto emisor, por medio de la tasa de interés interbancaria, debe presionar a los bancos comerciales para que ofrezcan rendimientos competitivos a sus depositantes, permitiendo así que el gobierno, al tiempo que reduce su déficit fiscal, disminuya también su nivel de endeudamiento interno y el servicio de éste.

6] En caso de que la demanda privada de créditos sea inelástica a las tasas de interés activas, el instituto central deberá considerar un retorno a la imposición de encajes legales.

BIBLIOGRAFÍA

Banco de Pagos Internacionales, *International Capital Flows, Exchange Rate Determination and Persistent Current Account Imbalances*, Basilea, junio de 1990.

Cambiaso, J., "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capital", *Monetaria*, enero-marzo de 1993.

Fry, M. J., *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, México, CEMLA, 1990.

McKinnon, R., *Dinero y capital en el desarrollo económico*, México, CEMLA, 1974.

———, *Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America*, San Francisco, Institute for Contemporary Studies, 1988.

Mánteay, de A., G. [a], "Efectividad de la política monetaria en el sistema financiero mexicano liberalizado", en A. Sánchez Daza (comp.), *Lecturas de política monetaria y financiera en México*, México, UAM-Azcapotzalco (en prensa).

——— [b], "Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la producción", *Problemas del Desarrollo*, Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM.

——— [c], *Desregulación financiera con debilidad monetaria: vía rápida a una integración regional subordinada*, ponencia presentada al XX Congreso de la Asociación Latinoamericana de Sociología, México, octubre de 1995.

INSTITUCIONES FISCALES, INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL Y CÓMO UN POCO DE INFLACIÓN PUEDE HACER MUCHO

*Carlos Zarazaga**

Los años ochenta y lo que hasta ahora hemos visto durante los noventa han atestiguado los sorprendentes golpes de episodios de inflación extrema en la historia de la economía. Perú tiene el dudoso honor de tener el récord de inflación mensual de esos años de 396% en agosto de 1990. Los países que le siguen muy de cerca son Argentina, con 197%, alcanzado en julio de 1989; Bolivia, con 182% en febrero de 1985, y Brasil, con 81.3% en marzo de 1990 (véanse las gráficas 1 a 4).

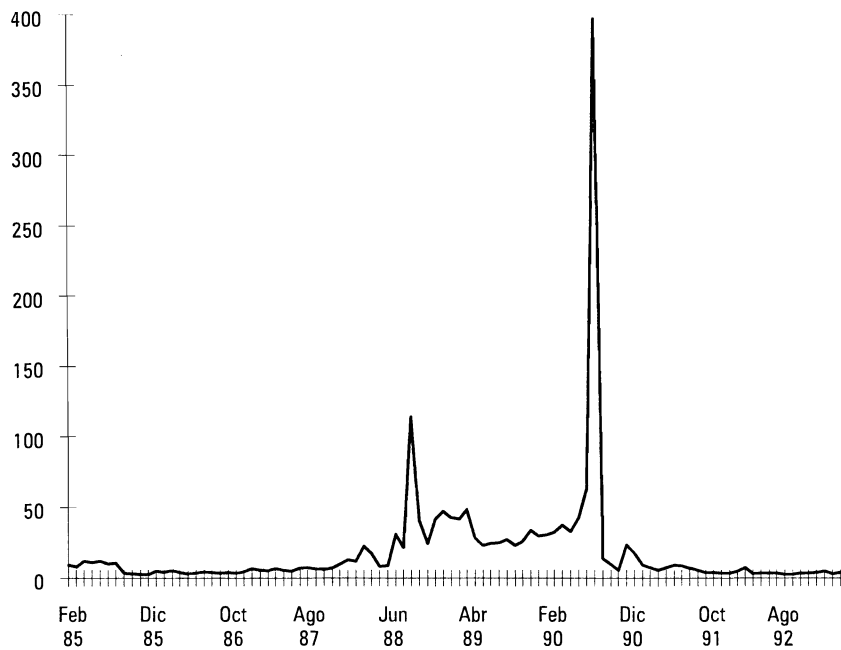
El lector puede sorprenderse por la intensidad de estas tasas inflacionarias. Pero quizá igualmente sorprendente es el impactante patrón tipo “montaña rusa” de las tasas de inflación en algunos de esos países.

Por ejemplo, en Argentina (gráfica 2) la tasa de inflación cayó agudamente del tope de 197% en julio de 1989, a lo que para ese país era un 19% “normal” tres meses después, tan sólo para subir otra vez a 95.5% en marzo de 1990. Un patrón “montaña rusa” similar es evidente en el caso de Perú (gráfica 1).

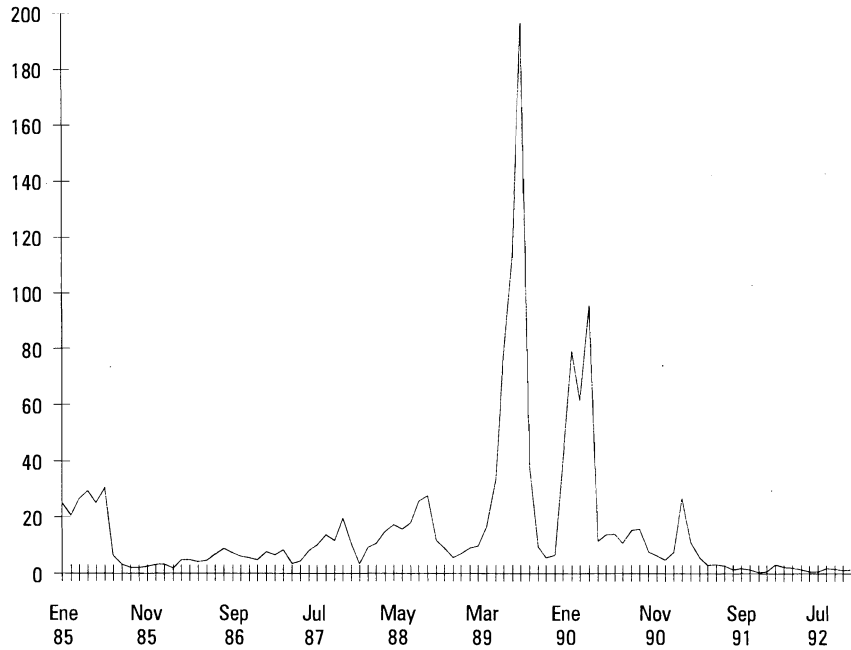
¿Por qué los países que ya experimentan tasas de inflación muy

* Centro para la Economía de América Latina del Banco de la Reserva Federal de Dallas. Los puntos de vista expresados aquí no son necesariamente los de esa institución o los del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Gráfica 1
Perú: inflación mensual, febrero 1985-marzo 1993
(Porcentajes)



Gráfica 2
Argentina: inflación mensual, enero 1985-octubre 1993
(Porcentajes)



altas de 5 a 30% mensual presionarían esas tasas hacia otras más insostenibles de 100, 200% o hasta 400% mensual?

Una explicación común de estas hiperinflaciones es que quienes dictan las políticas con el objeto de ganar reelecciones se someten a presiones políticas por subsidios y recortes de impuestos por parte de posibles o aun de actuales partidarios, dejando la creación de dinero como la única manera de financiar un abultado déficit presupuestario. El problema con esa explicación es que las tasas de inflación de 100% mensual no eran precisamente populares: de manera casi inevitable iban acompañadas de severas agitaciones sociales o políticas y en muchos casos por violentos disturbios populares. Como el lector podrá adivinar, el destino de los beneficiados en el momento de las hiperinflaciones no era precisamente envidiable. Todos fueron destituidos de sus cargos, ya sea por elección popular, ya sea por juicios o por renuncia voluntaria. Sólo los políticos masoquistas y los que hacen las políticas podían haber deseado esos resultados.

El lector puede rápidamente señalar que quienes dictan las políticas quizá no buscaron deliberadamente las hiperinflaciones, no jugaban con fuego, después de todo los episodios de inflación extrema descritos ocurrían siempre en las economías que durante mucho tiempo habían estado experimentando tasas de inflación bajas, ciertas, pero bastante altas para los estándares internacionales. Al tolerar las tasas de inflación de 5-30% mensual, estas sociedades ciertamente se expusieron al riesgo de una inflación galopante. Los lectores que opinen que un poco de inflación puede rápidamente hacer mucho están en lo correcto. El presidente del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, G. Greenspan, declaró hace algún tiempo que “el problema de una modesta tasa de inflación [...] es que hay una tendencia a que se acelere si continúa indefinidamente”.¹

¹ Respuesta a una pregunta durante el testimonio ante el Subcomité de Crecimiento Económico y Creación de Crédito del Comité de Bancos, Finanzas y Asuntos Urbanos de la Cámara de Diputados, el 22 de febrero de 1994.

Por conmovedor que parezca, este argumento debe enfrentar el desafío de la evidencia sobre lo contrario. Varios países, como Estados Unidos y Japón, han funcionado casi desde la segunda guerra mundial con tasas de inflación en el rango de 1-18% al año, que nunca se convirtieron en inflaciones altas de 5% mensual o inflaciones pico de 100% al mes o mayores como las mencionadas arriba.

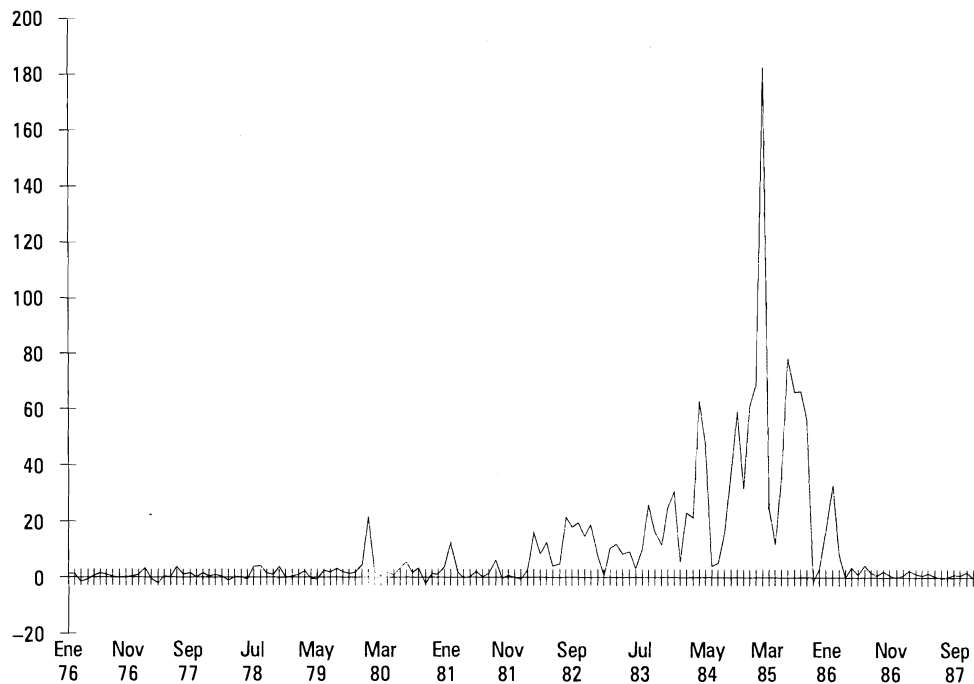
¿Por qué algunos países parecen ser bastante capaces de mantener un poco de inflación bajo control y otros no?, y ¿a qué se debe el patrón “montaña rusa” de tasas de inflación crónicamente altas interrumpidas ocasionalmente por estallidos hiperinflacionarios agudos, recurrentes y cortos que se observan en estos últimos países?

Este trabajo ofrecerá las posibles respuestas a estas dos preguntas de obvio interés histórico y de política económica. Al hacerlo, mostrará que la verdad rodea a la idea de que un poco de inflación puede hacer mucho, pero que esta posibilidad depende crucialmente de la naturaleza de las instituciones fiscales y presupuestarias. Los países en los que esas instituciones garantizan un monitoreo apropiado del uso de los recursos por parte del gobierno serán capaces de mantener un poco de inflación, sólo eso, un poco. Pero un poco de inflación casi seguramente sea mucho en los países en donde el monitoreo es inexistente o muy limitado.

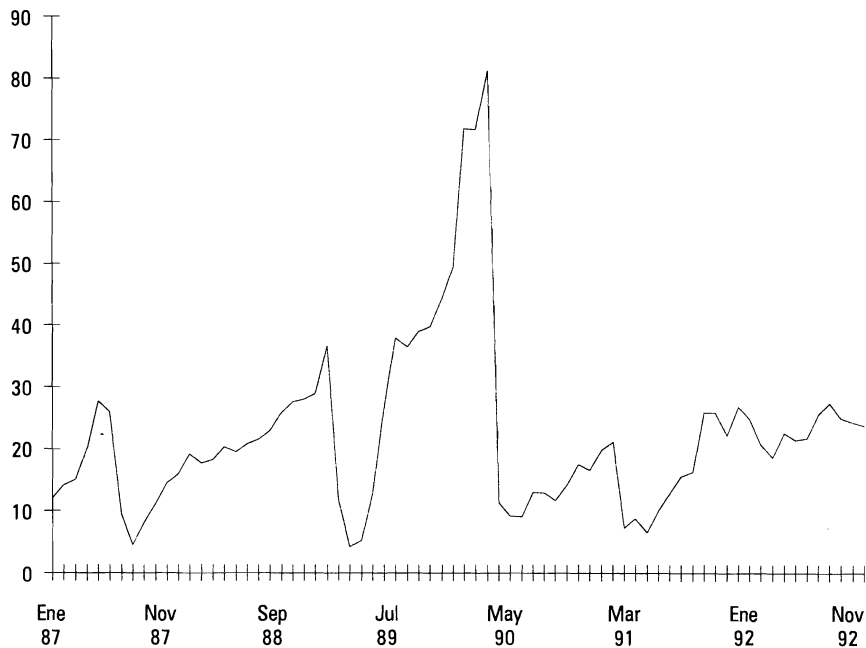
Casi como un producto derivado natural, nuestra interpretación de por qué un poco de inflación puede hacer mucho arrojó alguna luz en otro punto de política económica importante: la relación entre la independencia del banco central y los resultados inflacionarios.² Sugerimos que la habilidad de un país para lograr, defender y mantener la independencia de su banco central, y por tanto, la inflación baja, depende más de la naturaleza de sus instituciones fiscales y de presupuesto, que de la legislación formal que encierra a esa independencia. Esto no debe ser una sorpresa.

² Para una revisión más profunda de la literatura sobre esta relación, véase Pollard [1993].

Gráfica 3
Bolivia: inflación mensual, enero 1976-diciembre 1987
(Porcentajes)



Gráfica 4
Brasil: inflación mensual, enero 1987-diciembre 1992
(Porcentajes)



Después de todo, la macroeconomía moderna ya ha demostrado que a la larga la política monetaria no puede ser analizada independientemente de la política fiscal. ¿Por qué deberíamos esperar que las instituciones monetarias, tales como un banco central independiente, estén totalmente desconectadas de las instituciones fiscales?

Debido a que los economistas y los científicos sociales solamente hasta ahora han comenzado a entender algunas de las cuestiones mencionadas, algunas partes de la siguiente discusión serán inevitablemente tentativas. Tratar de descubrir el papel que desempeñan las instituciones monetarias, fiscales y presupuestarias para generar inflación baja, alta o variable parece ser un esfuerzo que vale la pena hacer; sin embargo, algunos países de Europa del Este y de la otrora Unión Soviética, así como de América Latina, están cambiando sus instituciones fiscales y monetarias. Lo mismo están haciendo los países europeos que firmaron el Tratado de Maastricht y su proyectada Unión Económica Monetaria. Sin duda, a estos países les gustaría evitar la adopción de instituciones imperfectas a las que se pudieran responsabilizar de las experiencias de alta inflación tipo montaña rusa como las de los ochenta y los noventa.

¿QUÉ ES LO QUE TODAS TIENEN EN COMÚN?

Aunque todos los países con inflación extrema que se mencionaron son de América Latina, la cultura y la geografía no es precisamente lo que las experiencias extremas tienen en común. Tomemos por ejemplo el caso de Ucrania que últimamente ha estado recibiendo mucha atención de la prensa. Esta república de la Comunidad de Estados Independientes había estado experimentando tasas de inflación de 30% mensual, prácticamente desde la disolución de la Unión Soviética, hasta que brincó a 70% mensual en febrero de 1994. Es sorprendente la similitud de estas tasas de

inflación, tanto en magnitud como en patrón, con aquéllas de un país tan distante y culturalmente tan distinto como Brasil (gráfica 4). Al igual que varios países de Europa del Este, Rusia también ha estado registrado tasas de inflación altas (10-30% mensual) desde la disolución de la Unión Soviética. Asimismo, Turquía calificaría como un miembro de este club de extrema inflación: tuvo tasas entre 2 y 4% mensual durante la mayor parte de los años setenta y de los ochenta, con un alza de 21% en febrero de 1980. Las presiones inflacionarias renovadas e intensas recientemente reaparecieron en ese país.

¿Qué tienen en común todas estas economías? Nuestra hipótesis principal es que la característica compartida por todas y que en última instancia es la responsable de sus experiencias de alta inflación son las instituciones presupuestarias y fiscales que hacen más difícil, si no es que imposible, monitorear el gasto de gobierno entre los diferentes usos.

Antes de describir con más detalle estas instituciones, cómo se relacionan con la habilidad de monitorear o no la colocación de los recursos en y por medio del sector público, y cuál es el papel de estos factores en nuestra explicación de cómo un poco de inflación puede hacer mucho, sería conveniente hacer un breve repaso de los elementos principales de la realidad que inspiró esa explicación.

CÓMO COMENZÓ TODO

Como en cualquier nación, parte del gasto del gobierno de los mencionados países con alta inflación se originó en la necesidad de financiar bienes y servicios básicos generalmente públicos. Los edificios públicos, las escuelas, la infraestructura en general, requerían mantenimiento, reparaciones, desarrollarse y actualizarse. Se tenía que remunerar a los empleados públicos por proporcionar servicios, tales como policía, justicia, educación, control del medio ambiente, recaudación de impuestos, administración de las agen-

cias regulatorias, etc. En este aspecto, las economías de alta inflación no parecen ser muy diferentes de las economías en que ésta es baja.

Lo que las hace diferentes, por lo menos durante el tiempo en el que tuvieron alta inflación, es que sus gobiernos (federal o locales) controlaron directamente los sectores importantes de la economía, cuando en otros países por lo general están en manos del sector privado. Difícilmente había una sola área de la economía en la cual éste no tuviera una intervención directa. Los gobiernos de estos países tenían control directo cuando no la completa propiedad del impresionante arreglo de activos físicos y financieros, desde la minería (petróleo, cobre) hasta conglomerados industriales (refinerías, industrias petroquímicas, acero, aluminio, astilleros e industrias relacionadas con la defensa), servicios (electricidad, gas, agua, teléfonos, televisión y red de radio), transporte (ferrocarriles, aerolíneas, puertos y aeropuertos) y servicios financieros (los gobiernos federal y local poseían grandes bancos).

Por la naturaleza y magnitud de sus operaciones económicas, el tamaño de su fuerza de trabajo, y sus vínculos con el sector privado (contratistas, proveedores, los usuarios de los insumos intermedios) la mayoría de esas empresas agruparon a su alrededor intereses y partidarios influyentes cuyo apoyo les permitió llevar a cabo negocios casi como entidades autónomas, muchas veces hasta desafiando a las autoridades fiscales y a las políticas centralizadas. Para tener una idea de la agrupación política de estas empresas públicas y semipúblicas, en algunos países han llegado tan lejos como para negarse a pagar los impuestos que fuera legalmente posible y negarse a preparar estados financieros y hojas de balance no solamente para el público en general sino también para los miembros del gabinete y otros oficiales de alto rango a cargo de operar el presupuesto del gobierno.³

No es difícil imaginar cómo estas empresas añadieron una

³ De este modo, encontramos que en un país con alta inflación como Turquía “las estadísticas de presupuesto ordinario ocultan cuánto del dinero de los causantes se va

pesada carga al Tesoro mediante una variedad de tratamientos impositivos especiales, tasas de interés subsidiadas, tasas de cambio, impuestos, salarios inflados artificialmente, subsidios, en general, repartidos a sus partidarios y a sus socios privados y de sector. Tales acciones presionaron el presupuesto de por sí ya muy complicado por la necesidad de financiar los gastos “normales” de gobierno descritos al comienzo de esta sección, así como programas calificados y otras formas de gasto social exigidos por el cabildeo y los partidarios inevitablemente presentes en la mayoría de las economías.

El lector puede estar tentado a creer que la historia continúa más o menos a lo largo de la línea de explicación convencional presentada en la introducción: saturados por sus necesidades financieras, estos gobiernos agotaron las fuentes alternativas de ingresos y comenzaron a recurrir a la creación de dinero, en verdad un impuesto inflacionario sobre las empresas monetarias de las personas, como una manera para financiar el déficit fiscal. Parece que la explicación de altas inflaciones es muy directa: fueron simplemente el resultado de altos déficit financiados con la creación de dinero.

Pero, como se explicó en la introducción, esto conlleva el cuadro de políticos irracionales e irresponsables neciamente atrincherados detrás del molino, emitiendo frenéticamente dinero nuevo sin ninguna preocupación o conocimiento del terrible daño que tasas de inflación de 5, 30, o 400% mensual podrían infligir a su probabilidad de sobrevivencia política, por no mencionar el bienestar de las sociedades que representan. No, las tasas de inflación de esa intensidad nunca estuvieron en la agenda de esos ministros y políticos. Más bien, todo su interés era financiar el déficit con tasas de inflación mucho menores. ¿Cómo es, entonces, que las tasas de inflación terminaron siendo siempre tan indeseablemente

a las tres docenas de las principales empresas económicas estatales y las 100 que poseen totalmente o principalmente”.

altas como de 5-10% mensual casi todo el tiempo y que, en ocasiones, ascendieron hasta 400% mensual? La base para que apareciera este desordenado resultado se puso cuando esos políticos comenzaron a aceptar la noción de que parte del déficit fiscal no sólo se podía, sino que se debía financiar con cantidades moderadas de creación de dinero. Esta noción, lejos de revelar irresponsabilidad fiscal, se justificó, en la literatura sobre finanzas públicas, con el argumento de impuestos óptimos, según el cual la creación de dinero (el impuesto inflacionario) debería ser parte de la estructura de impuestos óptima.⁴

El problema fue que al argumentarlo y hacerlo, los políticos de esos países y de ese tiempo actuaron un poco como el Aprendiz de Brujo de *Fantasia*. En esa película clásica el brujo ordena al aprendiz tomar unas cubetas y llenar con agua la enorme fuente localizada en la planta baja del castillo. Después de un rato, cansado de esa dura tarea, decide emplear las fórmulas mágicas que está aprendiendo a dominar. Al pronunciar unas palabras mágicas, dos escobas comienzan a acarrear las cubetas de agua de un manantial a la fuente. Orgulloso de sus habilidades como brujo y aliviado de la tarea, el aprendiz pronto cae dormido. Desafortunadamente, ha olvidado un detalle: cada escoba se reproduce sola después de cada viaje. De repente el aprendiz se despierta en medio de una inundación causada por un creciente ejército de escobas. Sólo la intervención de un amo enojado detiene el proceso y salva al castillo del colapso total.

De acuerdo con el espíritu del cuento del aprendiz de brujo, ¿cuál es el detalle que los políticos de Argentina, Brasil, Bolivia o Perú olvidaron cuando intentaron usar el impuesto inflacionario sólo un poquito? Que lo óptimo del impuesto inflacionario establecido por la literatura sobre finanzas públicas se derivó de la

⁴ Phelps [1973] fue el primero en formalizar teóricamente esta posibilidad. Un estudio reciente muestra que este resultado puede ser empíricamente relevante para Estados Unidos y sugiere un rango de tasas de “inflación óptima” para ese país tan altas como de 8% al mes.

suposición de que se tenía información perfecta sobre la cantidad exacta de los gastos de gobierno prorrateados entre los diferentes usos. Desafortunadamente, esta condición fue violada en las economías que sufrieron inflación alta en los años ochenta y noventa y estos políticos tristemente despertaron con tasas de inflación muchas veces mayores de lo que quizá pretendían. La habilidad de monitorear las actividades económicas del sector público depende crucialmente de los arreglos institucionales fiscales y presupuestarios. Una comparación de esas instituciones en los países con baja y alta inflación es importante para los argumentos que a continuación se exponen.

¿A DÓNDE SE FUE TODO ESE DINERO?⁵

La tarea de administrar un sector público del tamaño y de la amplitud de las actividades económicas descritas en la sección anterior para las economías con inflación alta fue en verdad una tarea titánica, pero no lo hubiera sido tanto de haberse resuelto un límite importante de las instituciones fiscales y presupuestarias: su inhabilidad para proporcionar la información y el control del manejo necesarios para cuantificar y monitorear el uso de los recursos económicos del sector público. En estas economías de alta inflación, era tal la naturaleza de los arreglos institucionales, los procesos presupuestarios y las estadísticas del sector público que no fue posible contestar una pregunta muy simple, pero importante: ¿cuánto del gasto del gobierno se originó en el suministro de los bienes y servicios genuinamente “públicos” (por ejemplo, financiar la educación pública, la fuerza de la policía, la administración de justicia, el mantenimiento y el desarrollo del transporte urbano público, en reducir la contaminación y los congestionamientos, etc.) y cuánto se gastó en cubrir más o menos los subsidios a grupos particulares e intereses creados?

⁵ El contenido de esta sección está más documentado en Zarazaga [1992].

Un indicador de estos malestares institucionales es que en muchos de esos países las autoridades fiscales operaron durante largos periodos sin un presupuesto gubernamental legalmente aprobado. En Argentina, por ejemplo, durante varios años en los pasados dos decenios el presupuesto del gobierno se aprobó cuando el año en que era efectivo casi había expirado. Otro caso es Ucrania, otro de los mencionados países con alta inflación, cuyas instituciones presupuestarias virtualmente son inexistentes, y en verdad no es muy sorprendente dado que esta república no existió como institucionalmente independiente sino hasta hace pocos años.

La práctica de planear los presupuestos gubernamentales con varios años de anticipación, observado típicamente en los países industrializados con inflación baja, es casi invariablemente inexistente en los países con inflación alta. Lo que es peor, a estos países por lo general les falta la información necesaria para monitorear la ejecución de los presupuestos de los años anteriores. Hasta las estadísticas oficiales del presupuesto en bruto no han estado disponibles excepto con retraso de varios años. Ya hemos mencionado cuántas empresas se negaron a proporcionar estados financieros y hojas de balance o las mal presentaron.⁶

Es importante no dejarse llevar por la impresión de que el problema es solamente de falta de estadísticas sobre las activida-

⁶ Otro aroma de la clase de problemas que se presentan al monitorear el sector público que ha sido característico de los países con alta inflación se encuentra en el informe de Sachs sobre la hiperinflación boliviana: "Sorprendentemente, es difícil aun en cuatro años atrás, descubrir precisamente las causas para este brinco en la creación de dinero [...] El problema con encontrar un culpable está en el desorden de los datos fiscales bolivianos durante este periodo. La siguiente clase de problemas inhiben una apreciación clara de la situación fiscal. Primero, la mayoría de los datos disponibles cubren solamente al gobierno central (El Tesoro General Nacional, o TGN), o el sector consolidado en el gobierno, incluyendo las empresas del Estado, las corporaciones regionales, los gobiernos locales, la banca de desarrollo estatal, etcétera. Esta limitada cobertura es especialmente problemática durante la hiperinflación, ya que hubo transferencias *ad hoc* entre las varias partes del gobierno durante este periodo. Segundo, hay una gran dificultad al interpretar sobre una base *ex post* los arreglos en la contabilidad sobre los pagos de la deuda durante este periodo. Algunas contabilidades fueron hechas sobre una base de lo acumulado en deuda, con arreglos

des económicas del sector público. De hecho el problema es de monitoreo, auditoría y control del manejo debido a que las estadísticas, como las hojas de balance de las empresas privadas, pueden esconder el verdadero estado de las cosas. Los estudios de Robinson y Stella [1992] y de Blejer y Cheasty [1992] ilustran lo mal dirigidas que pueden estar las estadísticas debido a la manipulación de la valoración de los activos del gobierno o a la presencia de significativos déficit fiscales en las transacciones entre el banco central y el sistema financiero, problemas ambos particularmente parecidos y difíciles de detectar en economías con enormes sectores públicos.⁷

En estas circunstancias, las decisiones sobre los gastos y los ingresos del gobierno se hicieron mucho en la oscuridad de la discreción de las agencias y empresas públicas y semipúblicas que manejaban sus presupuestos con poca transparencia contable⁸ y también con muy poca coordinación entre sí. El resultado de este caótico proceso no podía ser más que presupuestos *de facto* que reflejan los caprichos de las burocracias, el influyentismo y la política, en lugar de negociaciones organizadas y coordinadas entre los partidos, los intereses y los ciudadanos afectados por esas decisiones. Ciertamente, los presupuestos del gobierno en estos países los tenía que adoptar y llevar a cabo alguna autoridad fiscal competente por lo menos (por ejemplo, el Congreso), pero en

que se añadieron al déficit medido [...] mientras que otras veces solamente los pagos en efectivo son realmente incluidos en el déficit medido. Tercero, hay (y permanecen) desórdenes significativos entre las varias partes del gobierno acerca de la responsabilidad de las partes sobre la deuda externa". (Tomado de Jeffry Sachs, *The Bolivian Hyperinflation and Stabilization*, Working Paper 2073, National Bureau of Economic Research, 1986).

⁷ Para darse cuenta de cómo se usaron los dineros públicos es necesario mirar números fríos y estadísticas que no es una tarea fácil. Los gobiernos pueden esconder los subsidios a los trabajadores o a los contratistas privados inflando artificialmente salarios o costos, o garantizando a los proveedores o clientes préstamos riesgosos. En las estadísticas presupuestarias del gobierno. Esta clase de subsidios es difícil detectar o cuantificar. Hasta las licitaciones públicas de los proyectos del gobierno pueden no ser suficientes para eliminar estos problemas debido a la posibilidad de colisión entre los licitadores.

⁸ Véanse las notas 6 y 7.

estas condiciones tal “aprobación” debe implicar un poco más que validar a *fait accompli*, con una mera ceremonia solemne.⁹

Por el contrario, la mayoría de los países muy desarrollados con baja inflación se han caracterizado por sus instituciones políticas y procesos presupuestarios bien definidos. Así, por ejemplo, en Japón, Estados Unidos y los países de la OCDE el tema del presupuesto del gobierno es un proceso muy delicado, cuidadosamente planeado. Se aprueba solamente después de largas deliberaciones y negociaciones complejas que comienza antes del inicio del año fiscal correspondiente. Como estos países poseen registros y estadísticas de contabilidad detallados sobre la ejecución de los presupuestos aprobados, las operaciones económicas del sector público están más abiertas al escrutinio no sólo de agencias, de auditorías internas y externas, sino también de organizaciones privadas de ciudadanos y de observadores. Este monitoreo del uso de los recursos del gobierno se facilita aún más por el generalmente moderado tamaño del sector público de estas economías. Para concluir, en los últimos 20 años las tasas de inflación más altas se han observado en los países que han tenido serias dificultades de confiabilidad al establecer la cantidad de recursos apropiados por parte de las autoridades y, en particular, al comprobar cómo se distribuyeron esos recursos entre los diferentes rubros del presupuesto del gobierno. Puesto de forma simple, en las economías en las que era difícil determinar “a dónde se fueron los dineros públicos”. Por el contrario, los países con las tasas de inflación más bajas han presentado la tendencia a tener instituciones presupuestarias y de contabilidad más transparentes. De este modo, la evidencia señala que la naturaleza y la calidad de las instituciones fiscales involucradas en la preparación, adopción y ejecución del presupuesto del gobierno pueden ser factores determinantes de la habilidad del país para mantener la inflación bajo control.

⁹ Hablando estrictamente, las razones de este resultado son más bien técnicas, y remitimos a los lectores interesados en los detalles a nuestra exposición más técnica sobre el tema: Zarazaga [1993].

UNA ECONOMÍA MODELO

En esta sección reunimos los elementos de las economías reales presentadas arriba en una clase de economía “juguete” o “modelo”. Jugar con esta “economía juguete” nos permitirá comprender cuándo y por qué un poco de inflación puede hacer mucho. Debido a que la economía simplificada se enfoca en lo que parecen ser los elementos críticos de una explicación tal, subestimaré o ignoraré muchos detalles del mundo real que en principio son menos importantes y que podrían oscurecer nuestra comprensión de las fuerzas principales detrás de los fenómenos de alta inflación tipo “montaña rusa” que queremos explicar.¹⁰

En nuestra economía modelo, así como en la real, existe la necesidad de financiar los bienes y servicios que proporciona el gobierno, tal como mantener la infraestructura esencial (por ejemplo, caminos y carreteras). Típicamente, la cantidad de gastos que el suministro de estos bienes y servicios requiere varía de manera impredecible debido a una variedad de razones, que van desde cambios tecnológicos, sorpresas con el precio de la materia prima y de los insumos intermedios que se necesitan para reparar y mantener la infraestructura, o hasta el mal tiempo. Con el fin de ser simples asumamos que esos gastos son solamente “normales” 90% del tiempo, al que nos referiremos como periodos “normales”, y un alto 10% del tiempo, al que nos referiremos en el futuro como periodos “anormales”.

Como en las economías reales presentadas arriba y por las razones dadas ahí, el político a cargo de proporcionar bienes y servicios públicos (como caminos y carreteras) en nuestra economía modelo está convencido de que es una buena idea financiar esos gastos con sólo un poco de creación de dinero (y por lo tanto inflación). En periodos normales una tasa baja de expansión de la oferta de dinero (digamos 3% de crecimiento) será suficiente para

¹⁰ La teoría que sustenta el análisis en esta sección se desarrolla formalmente en Zarazaga [1993].

cubrir el déficit originado por esos gastos. Pero en los periodos anormales esos gastos aumentan, haciendo necesaria una mayor expansión de la oferta de dinero (digamos, 6% de crecimiento) para financiarlos. Pero la buena intención del benevolente político a cargo de asegurar el suministro de bienes y servicios intrínsecamente públicos puede ser frustrada por la presencia de otros políticos menos altruistas. Ya explicamos cómo en las economías con alta inflación los poderosos conglomerados financieros e industriales públicos y también los semipúblicos pudieron haber sido usados para canalizar subsidios a electorados particulares e intereses creados.

Imagine, por ejemplo, la situación en la Secretaría de Trabajos Públicos y Transporte de nuestra economía modelo. El requerimiento de fondos que el Ministro recibe del sistema ferroviario puede reflejar el costo de remplazar varios cientos de miles de vías de tren obsoletas, pero también planes de retiro particularmente generosos para los trabajadores ferroviarios o pérdidas en los ingresos de una estructura voluminosa de tarifas subsidiadas para diferentes grupos de usuarios.

De igual modo, imagine la situación en la Secretaría de la Defensa de nuestra economía modelo. Parte de sus gastos se pueden originar en la necesidad de mantener y reparar equipo y pagar al personal militar. Pero otra parte se puede originar en los subsidios a la investigación y desarrollo de las empresas privadas y a los contratistas que se han manejado para convencer a los ministros del gobierno de que sus proyectos tienen aplicaciones de defensa en potencia.

Lo que es importante para nuestra explicación es que el presupuesto de los ministros (o de cualquier agencia del gobierno o empresa paraestatal) puede ser eventualmente manipulado a su favor ante el electorado y por los intereses creados a partir de las relaciones financieras y económicas sustanciales con aquellas agencias.

De este modo, en nuestra economía modelo podemos ver al distrito A tratando de asegurar subsidios para sus miembros por

medio de la Secretaría de Trabajos Públicos, mientras que el distrito B está tratando de hacer lo mismo por conducto del Ministerio de Defensa. Por encima del dinero creado para financiar estos subsidios potenciales está el creado para financiar bienes y servicios públicos, tales como el mantenimiento de la mencionada infraestructura.

Una pregunta crítica podría ser: ¿pueden los distritos¹¹ A y B determinar exactamente qué parte de los gastos de gobierno se destinó a financiar, digamos, el mantenimiento de la infraestructura, y qué parte se fue a subsidios o a bienes y servicios de los que goza solamente el otro distrito? Si cada distrito puede decir a dónde se fue el dinero, nuestra economía modelo se caracteriza por el monitoreo perfecto. Por el contrario, si los distintos distritos no pueden determinar con certeza el destino del dinero, nuestra economía modelo sufre de monitoreo imperfecto.

¿Por qué la información sobre el uso de los dineros públicos (en particular, del impuesto de inflación) es tan importante en nuestra economía modelo? Porque la disponibilidad y la calidad de esa información tendrán serias consecuencias para la inflación. Por el contrario, con el monitoreo imperfecto el intento por financiar los bienes y servicios del gobierno con un poco de inflación romperá las insuperables presiones políticas por los subsidios más altos. Como consecuencia, un poco de inflación termina haciendo mucho, hasta para hiperinflaciones recurrentes y ocasionales.

Prejuicio en contra de muy alta inflación indeseable

Es interesante notar que con el monitoreo perfecto la inflación se mantiene baja a pesar de los prejuicios en contra de la alta inflación en la economía modelo. Hay que ver por qué existe tal

¹¹ Con *distritos* queremos referirnos a la captura de influencia de las políticas monetarias y fiscales por los representantes de los grupos importantes de la población vinculados por intereses comunes, como la industria o las asociaciones comerciales, los sindicatos, los estados o regiones en particular, etcétera.

prejuicio en nuestra economía modelo (y en las economías reales que se supone representan).

Cuando la creación de dinero se usa para financiar subsidios a un distrito particular, se impone un impuesto de inflación sobre las empresas de dinero de toda la población (incluyendo aquellos distritos que reciben el subsidio), pero sus ganancias son capturadas solamente por la parte de la población que recibe el subsidio (esto es, sólo por los miembros del distrito que se benefician con el subsidio). En otras palabras, los beneficiarios del subsidio reciben en realidad un subsidio neto, igual a la diferencia entre el subsidio neto que reciben y el impuesto de inflación que pagan. Ese subsidio neto se financia con el impuesto a la inflación aplicado a las empresas de dinero de todos los demás.

El prejuicio en contra de la inflación surge porque cada distrito se ocupa solamente de sus propios miembros y no del daño que la inflación causa a otros distritos. La razón es que cada distrito tratará de colocar programas en su beneficio, pero que al mismo tiempo incrementan la inflación. A medida que cada distrito haga esto, el resultado será una inflación más alta que cualquier otra intentada individualmente. Esa inflación alta compensa los beneficios de lo que se percibió individualmente como subsidios deseables y hace que los distritos se empeoren.

¿Existe alguna forma de inducir a cada político a evitar subsidios que parezcan beneficiar a su electorado pero que realmente sólo causan inflación alta? La respuesta es un sí rotundo para nuestra economía modelo bajo el monitoreo perfecto, pero no bajo el monitoreo imperfecto.

La inflación cuando los distritos saben a dónde se fue el dinero

El escenario del monitoreo perfecto es ideal para comprender por qué tener instituciones presupuestarias y fiscales que hagan posible monitorear los gastos del gobierno ya puede ayudar a evitar inflaciones altas indeseables.

Si los diferentes distritos de la economía esperan interactuar de manera indefinida,¹² cada uno podría prometer no conceder subsidios que excedieran cierta cantidad, considerando que si alguno de ellos rompe el acuerdo, el otro se desquitará dándole a su propio electorado, durante cierto tiempo, la misma cantidad de subsidios que le dio el distrito que engañó.

Ya que bajo el monitoreo imperfecto se puede detectar perfectamente el engaño, lo único que se conseguirá con éste será la venganza de los otros distritos. El resultado de esta “venganza” o “fase de castigo” será el resultado de lo descrito en la sección anterior: una inflación alta sin subsidios netos. De este modo, la tentación de tener ganancias a corto plazo solamente una vez (esto es, mediante el otorgamiento de subsidios excesivos) se compensará con los costos a largo plazo del castigo que seguramente seguirá. Entonces, con el monitoreo perfecto, los diferentes distritos tienen la habilidad de cuidarse de pedir más de lo que les corresponde de subsidios “justos”. Esto evita el rápido crecimiento de dinero que se requeriría para financiar altos subsidios y por lo tanto se evitarían inflaciones altas indeseables. Sin embargo, la situación cambia dramáticamente si el engaño no puede ser detectado perfectamente.

Inflación cuando los distritos no saben a dónde se fue el dinero

Con el monitoreo imperfecto ningún distrito será capaz de establecer con certeza si el otro ha engañado cada vez que el suministro de dinero aumenta a una tasa anormalmente alta. Esto nos pone en un dilema. Si un distrito observa un aumento de dinero inusualmente rápido pero no toma represalias, al suponer que es un periodo meramente anormal en el que el suministro de bienes y servicios públicos requerían un gasto inusualmente alto, crea la posibilidad para que otros distritos aumenten la oferta de dinero cada periodo, dándolo como subsidios a sus miembros y así libe-

¹² Esto no parece ser una posibilidad imposible para la clase de distritos mencionados en la nota anterior.

rarse el 90% del tiempo.¹³ Por otra parte, si el distrito toma venganza sobre la sospecha de que es un periodo normal en términos de gastar en bienes y servicios públicos pero el otro político está haciendo trampa, podría vengarse por algo que nunca sucedió. Después de todo, la preservación de la infraestructura del país no requiere de una expansión inusualmente rápida de la oferta de dinero de vez en cuando (en nuestro ejemplo, exactamente 10% del tiempo).¹⁴ ¿Hay alguna salida para este dilema? ¿Es posible sostener subsidios bajos, resultado de la inflación baja del caso del monitoreo perfecto? La respuesta es no.

En nuestra economía modelo cada distrito se vengará con una política de “altos subsidios” cada vez que vea que el dinero aumenta mucho casualmente, sin importar que la causa de ello haya sido el engaño de algún otro distrito o el alto gasto requerido para suministrar bienes y servicios en tiempos anormales. La razón es que, a diferencia del caso del monitoreo perfecto, la “guerra de subsidios” de hecho debe llevarse a cabo si es para detener la trampa, tal como ocurre en un juego, en el que la mera amenaza de darle al bateador la primera base cada vez que lo golpee un lanzador no es lo que desanima a éste a hacerlo deliberadamente sino la realización efectiva del castigo. Si no fueran “castigados” efectiva y consistentemente por golpear a los bateadores, los lanzadores tendrían un incentivo para golpearlos con más frecuencia y argumentar que fue un “accidente”.¹⁵ El hecho es que, para ser efecti-

¹³ Tal distrito será descubierto haciendo trampa únicamente en tiempos anormales, lo cual sólo sucede el 10% del tiempo.

¹⁴ Algunos lectores pueden argumentar que si la oferta de dinero se expandió a un ritmo anormalmente alto de 50 veces en una línea, entonces el distrito A podría estar casi seguro de que el distrito B está haciendo trampa, ya que la probabilidad de un evento del 10% que ocurre 50 veces en una línea es muy bajo. Hay dos respuestas para esta crítica. Primero, muy bajo no es cero, y muy largos periodos de “mala suerte” pueden suceder aunque ningún distrito esté haciendo trampa. Segundo, y quizá el más importante, el análisis de nuestra economía hipotética podría llevarse a cabo completamente en los términos de la aproximación sugerida en la objeción mencionada arriba sin alterar de manera significativa los resultados.

¹⁵ Porter [1983] y Green y Porter [1984] fueron los primeros en señalar el dilema

va, la guerra de los subsidios no necesita materializarse en las economías con monitoreo perfecto sino llevarse a cabo efectivamente en aquellas economías con monitoreo imperfecto, lo cual es crucial para explicar por qué la inflación permanece baja y dominada en economías con monitoreo perfecto, pero permanece alta y ocasionalmente se dispara hacia arriba en la forma de picos hiperinflacionarios en las economías con monitoreo imperfecto.

Inflación bajo monitoreo perfecto e imperfecto

Como se explicó antes, los periodos de subsidios altos (la “guerra de subsidios”) nunca ocurre bajo el monitoreo perfecto. La amenaza de venganza desanima las desviaciones de la política de los “subsidios bajos” y por lo tanto éstos permanecen siempre en el nivel relativamente bajo acordado. El aumento del suministro de dinero que los financia, y por tanto la inflación que se asocia, permanece siempre baja también.

En el caso del monitoreo imperfecto, sin embargo, la política de subsidios bajos se abandonará en los periodos anormales, cuando el financiamiento de los bienes y servicios públicos requiere del aumento inusualmente alto de la oferta de dinero. Recuérdese que ese evento apunta hacia una guerra de subsidios cuando hay un monitoreo imperfecto. Ya que los subsidios más altos de esta etapa de venganza también se pagan por imprimir dinero, el resultado es más aumento del suministro de dinero en tiempos anormales y una considerable aceleración de la inflación en nuestra economía modelo, quizá a niveles de 80, 200 o 400% que se observaron en las experiencias históricas presentadas (véanse las gráficas 1 a 3).

descrito en esta sección cuando hay un monitoreo imperfecto de las acciones de los participantes de los juegos estratégicos o situaciones (tal como en el juego de beisbol descrito), y analizar formalmente los mecanismos inteligentes y las reglas con los que esos participantes podrían tratar de superar (parcialmente) ese dilema.

Un cambio interesante de nuestro recuento de la economía modelo de los picos hiperinflacionarios es que también explica por qué la inflación en las economías con monitoreo imperfecto es todavía mayor que en sus contrapartes de monitoreo perfecto *hasta en los tiempos normales*. Esto es, cuando la inflación baja de nuestra economía modelo con monitoreo imperfecto es mayor que la inflación permanentemente baja de esa economía con monitoreo perfecto. Esto puede explicar, por ejemplo, que la tasa de inflación del 10% mensual en los que parecen periodos normales en Argentina (gráfica 2) es varias veces más alta que, digamos, la de 1% cuando mucho en un mes observada en los últimos 20 años en Estados Unidos, en el que los problemas de monitoreo imperfecto parecen estar ausentes o ser menos severos. Esencialmente, el problema es que con el monitoreo imperfecto la amenaza de una guerra de subsidios no puede inducir en tiempos normales el mismo grado de cooperación entre los distritos que sería posible con el monitoreo perfecto. Como consecuencia, tenemos que, los subsidios en tiempos normales (y por tanto el aumento de dinero y la inflación) no son tan bajos como en el caso del monitoreo perfecto.¹⁶

De este modo, nuestra economía modelo predice que el gobierno hará mucho si intenta financiar los suministros de bienes y servicios públicos con un poco de inflación, a menos que los arreglos institucionales presupuestarios y fiscales sean tales que garanticen el monitoreo perfecto del uso de recursos por parte del gobierno. Esta predicción parece corresponder bastante bien con la evidencia sobre las economías. Los países cuyos presupuestos gubernamentales han sido preparados, cumplidos y ejecutados por instituciones estables, mediante procesos políticos bien definidos y en las que la información sobre el uso gubernamental de los recursos es transparente y confiable, han sido capaces de financiar

¹⁶ Hablando estrictamente, las razones de este resultado son más bien técnicas, y remitimos a los lectores interesados en los detalles a nuestra exposición más técnica sobre el tema: Zarazaga [1993].

las ofertas de bienes y servicios públicos del gobierno con un poco de inflación, y mantenerla simplemente así: poca. Un intento así a su vez ha conducido a inflaciones altas, y en ocasiones desagradablemente extremas, en aquellos países cuyas instituciones ejercen un control inadecuado de las actividades del sector público y cuyas estadísticas ofrecen datos confusos y no confiables sobre sus presupuestos de gobierno.

Pero no hemos explotado completamente las posibilidades de nuestra economía modelo al explicar los resultados inflacionarios observados en las economías reales. Como veremos a continuación, nuestra economía modelo también tiene algo que decir sobre un asunto importante de la relación entre la independencia del banco central y la inflación.

LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL Y LAS INSTITUCIONES PRESUPUESTARIAS Y FISCALES

El lector se podrá quejar de que nuestra economía modelo con monitoreo imperfecto da inflación alta sólo porque el banco central servilmente imprime dinero prácticamente por mandato de los distritos y de los políticos, quienes inevitablemente están presentes en cualquier economía y en particular en aquellos con sectores públicos grandes.

Si el banco central hubiera sido independiente, los políticos de esos países no hubieran considerado la posibilidad de financiar las ofertas de bienes y servicios del gobierno con la creación de dinero en primer lugar, y esto por sí mismo habría eliminado los problemas de monitoreo imperfecto y los resultados asociados con una inflación alta.

Hay dos objeciones a esta crítica. Primero, recuérdese que lo óptimo podría ser que el impuesto de inflación se usara para financiar parte del déficit fiscal, de manera que no está claro que la completa independencia del banco central sea deseable siempre y

en cualquier parte. De hecho, en la medida en que cada país en el mundo esté experimentando inflación, ningún país en el mundo tiene un banco central independiente.

Segundo, y quizá lo más importante, la rigurosa protección legal de la independencia del banco central no es tal. La evidencia señala que las leyes escritas no pueden preservar la independencia efectiva del banco central más de lo que un anillo de bodas puede prevenir el divorcio.¹⁷ Como señaló, Omar Issing, “el Bundesbank por sí solo no puede asegurar o garantizar la estabilidad monetaria y depende de los otros sectores de la economía para mantener la estabilidad [...] A largo plazo, los bancos centrales no tienen poder frente a las diferentes demandas sociales”.

Ciertamente, nuestra economía modelo indica que los “otros sectores de la economía”, de los que la búsqueda por un banco central independiente puede ayudar mucho, son las instituciones presupuestarias y fiscales transparentes. Incluso es gracias a esta transparencia, y no a los límites formales del monto del déficit gubernamental, que el banco central puede financiar (está ausente de nuestra economía modelo supuestamente), que nuestra economía modelo con monitoreo perfecto restringe con éxito “las diferentes demandas sociales” del financiamiento inflacionario de los subsidios.

La evidencia es consistente con esta interpretación. Esto es, los países con instituciones presupuestarias y financieras que proporcionan las condiciones para un monitoreo adecuado del presupuesto del gobierno también son los que tienden a exhibir inflación baja, aunque sus bancos centrales no sean muy independientes

¹⁷ En estudio reciente de Carlo Cottarelli [1993] se examinan los variados esquemas que involucran esencialmente a los intermediarios financieros que tratan con el sector público y que tienen acceso al crédito del banco central y a través de los cuales casi cualquier legislación imaginable para dotar de la independencia al banco central puede y ha sido burlada y/o removida. Como señala este autor: “Un ejemplo importante es el Reichsbank después de la segunda guerra mundial. En ese tiempo, el Reichsbank estaba restringido para el gobierno por una condición que decía que un tercio de los billetes en circulación tenía que ser cubierto por oro o por moneda

institucionalmente. Japón y Bélgica, por ejemplo, son países con un excelente manejo de la inflación a pesar de que sus bancos centrales son más “independientes institucionalmente” que los de muchos países con inflación alta.

Por el contrario, las experiencias de inflación alta descritas en este artículo han tenido la tendencia a ocurrir en países cuyas instituciones presupuestarias y fiscales no garantizan el monitoreo adecuado del sector público.

Además, en los países con buen monitoreo de las actividades económicas del sector público las presiones para que el financiamiento inflacionario sea más débil, las leyes que resaltan la independencia del banco central aparecerán como menos embaucadoras y más respetadas y por tanto más poderosas de lo que realmente son para asegurar la independencia de aquél. No es sorprendente que los banqueros del banco central de estos países sostengan [Tietmeier, 1991, y Hoffmayer, 1992]) que las reglas formales son determinantes para la independencia del banco central. Pero en nuestra interpretación la fuerza de esas leyes y reglas finalmente no viene de ninguna fuerza inherente a lo que esté escrito en ellas sino de la habilidad de esos países para monitorear las actividades económicas del sector público.

CONCLUSIÓN

- Este artículo ha mostrado que tras el argumento de que un poco de inflación está mal porque puede conducir a mucho puede haber una teoría económica más rigurosa de lo que

extranjera [...] Esta restricción primero se modificó para permitir esta condición, y finalmente se le removió. El crédito al gobierno de esta manera se volvió incontrolable y fue uno de los factores que estuvo detrás de la hiperinflación de 1923.”

Paradójicamente, como Cottarelli también lo señala, el Reichsbank se había declarado formalmente independiente del gobierno un poquito antes (mayo de 1922), otra ilustración del pequeño pedazo que las restricciones institucionales y las reglas formales habían asegurado la independencia a largo plazo de los bancos centrales.

generalmente se cree. Por otra parte, también hemos mostrado que no siempre será el caso, esto es, que un poco de inflación puede ser mantenida (y así ha sido) un poco.

- En nuestra interpretación, que estos resultados ocurran depende principalmente de la naturaleza de las instituciones presupuestarias y fiscales en la medida en que determinan la habilidad de los diferentes distritos para establecer exactamente cómo se han aplicado los ingresos del impuesto de inflación a los diferentes usos potenciales, tales como financiar genuinamente los bienes y servicios públicos o los subsidios.
- Los temores por un poco de inflación hace mucho que no parecen justificarse en las economías con monitoreo perfecto de las actividades económicas del sector público. Pero, cuando ese monitoreo no existe o es defectuoso, el intento por financiar el déficit fiscal con la creación de sólo un poco de dinero (e inflación) puede convertirse en el experimento del “aprendiz de brujo” con consecuencias inflacionarias desagradables. Varias experiencias de inflación alta tipo “montaña rusa” de las últimas dos décadas, con sus picos de inflación extremos y recurrentes de hasta 400% mensual, atestiguan que esa posibilidad está lejos de ser una mera curiosidad teórica.
- Un corolario para nuestro análisis de que las instituciones presupuestarias y fiscales pueden ser más importantes que la legislación formal es determinar la habilidad para preservar e imponer la independencia del banco central de las autoridades fiscales y, por lo tanto, mantener la inflación bajo control. Cuando tales instituciones no proporcionan el monitoreo adecuado de las actividades económicas del sector público, se tendrá la tendencia a pasar por alto la independencia del banco central y las “megainflaciones” se convertirán en una fuerte posibilidad.

BIBLIOGRAFÍA

- Blejer, Mario y A. Cheasty, "The Deficit as an Indicator of Government Solvency: Changes in Public Sector Net Worth", en Mario Blejer y A. Cheasty (eds.), *How to Measure the Fiscal Deficit: Analytical and Methodological Issues*, Washington, Fondo Monetario Internacional, 1992.
- Cottarelli, C., "Limiting Central Bank Credit to the Government. Theory and Practice", Occasional Paper 110, Washington, FMI, diciembre de 1993.
- Green, E. y R. Porter, "Noncooperative Collusion under Imperfect Private Information", *Econometrica*, núm. 52, 1984, pp. 87-100.
- Hoffmayer, Erik, "Economic and Monetary Union: The Case for Central Bank Independence", *Danmarks Nationalbank Monetary Review*, vol. 31, mayo de 1992, pp. 32-39.
- Phelps, E.S., "Inflation in the Theory of Public Finance", *Swedish Journal of Economics*, núm. 75, 1973, pp. 67-82.
- Pollard, P.S., "Central Bank Independence and Economic Performance", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, núm. 75, julio-agosto de 1993.
- Porter, R., "Optimal Cartel Trigger Price Strategies", *Journal of Economic Theory*, núm. 29, 1983, pp. 313-338.
- Robinson, D.J. y P. Stella, "Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits", en Mario Blejer y A. Cheasty (eds.), *How to Measure the Fiscal Deficit: Analytical and Methodological Issues*, Washington, FMI, 1992.
- Tietmeyer, Hans, "The Role of an Independent Central Bank in Europe", en Patrick Downes y Reza Vaez-Zadeh (eds.), *The Evolving Role of Central Banks*, Washington, FMI, 1991, pp. 176-89.
- Zarazaga, C., *Hyperinflations, Institutions, and Moral Hazard in the Appropriation of Seigniorage*, Ph.D. dissertation, University of Minnesota, 1992.
- Zarazaga, C. "Hyperinflations and Moral Hazard in the Appropriation of Seigniorage", *Working Paper*, 93-26, Federal Reserve Bank of Philadelphia, noviembre de 1993.

INNOVACIÓN FINANCIERA Y PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

*Jaime Estay**

En el presente material, preparado para el Seminario “Deuda externa, innovación y desregulación financiera y crisis bancarias”, nuestra intención es vincular el desenvolvimiento reciente del mercado internacional de capitales con el tema de las crisis financieras internacionales y de la acción en dichas crisis de un “prestamista de última instancia”, para finalizar retomando un análisis en el que la CEPAL relaciona esos temas con la crisis de deuda de América Latina.

EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES: INNOVACIÓN FINANCIERA E INESTABILIDAD ESTRUCTURAL

Más que hacer una descripción detenida de los cambios recientes en el mercado internacional de capitales, lo que nos interesa inicialmente es tener presente lo profundo de dichos cambios y destacar los elevados niveles de inestabilidad que ellos suponen en el funcionamiento de dicho mercado.

En efecto, desde los años ochenta se han producido modificaciones sustanciales no sólo respecto de la intermediación financiera internacional, sino también en relación con los distintos merca-

* Profesor-investigador de la Facultad de Economía de la Benemérita Universidad Autónoma de Puebla; profesor visitante de la maestría en Análisis Regional del CUSDER, Universidad de Tlaxcala, como parte del Programa Supera-ANUIES.

dos financieros nacionales, a tal punto que existe un acuerdo generalizado que sostiene que es en el ámbito del crédito donde se han dado los cambios más notables del funcionamiento reciente de la economía mundial y donde más ha avanzado el proceso de globalización.

Los cambios ocurridos, que se resumen en el concepto de “innovación financiera”, se han sustentado en una aplicación intensiva del desarrollo científico-técnico, en particular del avance ocurrido en la computación y en las telecomunicaciones,¹ y han tenido como expresiones más visibles, por una parte, al despliegue de un nuevo patrón de financiamiento y, por otra parte, la aparición de nuevos productos y servicios financieros.

Por lo que respecta al patrón de financiamiento, sólo cabe recordar que desde el inicio de la crisis de la deuda, en 1982, comenzó a tomar cuerpo una tendencia a la disminución relativa de los créditos bancarios y al incremento de otras formas de financiamiento vinculadas a la emisión de títulos, desplegándose la llamada “titularización” o “valorización” del crédito, con la consiguiente multiplicación de las operaciones realizadas en las bolsas de valores.

Esa disminución relativa del crédito bancario en favor de las emisiones de títulos y de la actividad bursátil, ocurrida en los mercados nacionales e internacionales de capital, ha traído consigo no sólo un crecimiento en las actividades “no bancarias” de los bancos, vinculadas sobre todo al patrocinio, emisión y aval bancario de transacciones de valores, sino también una tendencia a la “desintermediación financiera”, con la consiguiente pérdida relativa de importancia de los bancos y de otros intermediarios y al

¹ En tal sentido I. Swary y B. Topf [1992: 392-393] plantean: “Ya se han tomado medidas tentativas para la eliminación total de la intermediación financiera mediante la confrontación directa de los prestatarios y prestamistas finales. Varios de los prestatarios más grandes y dignos de crédito han empezado a colocar la deuda directamente con los grandes inversionistas institucionales, mientras que algunos prestamistas han empezado a buscar a prestatarios para invertir directamente con ellos.”

incremento de las operaciones realizadas por contacto directo entre los demandantes y oferentes finales de fondos, fenómeno éste que se ha visto reforzado por el mayor tamaño tanto de los prestatarios como de los prestamistas primarios —con una presencia creciente, entre estos últimos, de “inversionistas institucionales” como son las compañías de seguros de vida y las administradoras de fondos mutuos y de fondos de pensiones—, lo que les ha permitido ir asumiendo directamente las funciones tradicionalmente reservadas a los intermediarios,² y cuyo punto de arranque puede asociarse con la aparición, en la segunda mitad de los años sesenta, del mercado de “papeles comerciales”, en el cual los prestatarios ofrecían directamente a los ahorradores pagarés de corto plazo y con una alta liquidez.

Respecto a los nuevos productos y servicios financieros, a partir de los años ochenta han crecido rápidamente en número e importancia, si bien algunos ya existían desde antes. Es así que en los últimos 15 años se han multiplicado las negociaciones en las bolsas de valores de “futuros financieros” y de opciones sobre divisas, acciones y otros activos, las transacciones de bonos cupón cero y tasa flotante, de garantías de acciones, de facilidades de emisión de pagarés, de valores con diversas formas de conexiones y opciones, de europapel comercial, de pagarés de tasa flotante, etc., a tal punto que cada uno de esos instrumentos ha llegado a constituir grandes mercados, apropiándose de porciones cada vez mayores del total de las transacciones financieras y desplazando a otros servicios y productos tradicionales.

Un componente de la innovación financiera menos “llamativo”, pero tanto o más importante que los dos anteriores, es el proceso de desregulación nacional de los mercados, el cual ha estado directamente relacionado con un notorio incremento de los niveles de la competencia en los mercados financieros y con los consiguientes esfuerzos de los distintos gobiernos para colocar en

² I. Swary y B. Topf [1992: 394-395].

situación ventajosa a sus respectivos mercados, oferentes, demandantes e intermediarios.

El proceso de desregulación se ha traducido en una progresiva abolición de las barreras que limitaban la acción interna y externa de la intermediación financiera: en el ámbito interno, los cambios más importantes han consistido en la reducción de los controles previamente existentes sobre la definición de las políticas crediticias, la fijación de tasas activas y pasivas de interés, la modificación de los requerimientos de reservas, el uso de nuevos instrumentos financieros y la ampliación de los ámbitos geográficos y funcionales de acción de los intermediarios; en el ámbito externo, las principales modificaciones han consistido en la disminución de los controles cambiarios y de las restricciones al movimiento internacional de capitales, ampliándose además las posibilidades de acción de prestamistas, prestatarios e intermediarios extranjeros en los distintos mercados nacionales de capital.³

Un componente importante de esos procesos nacionales de desregulación, en particular para la economía estadounidense, ha sido la progresiva dilución de las barreras entre la banca y el resto del sector financiero, primero —desde fines de los años sesenta— mediante la creación de los certificados de depósito negociables (CD) y de su colocación sobre todo en el euromercado y después —desde los años setenta— con el desarrollo de los “fondos de inversión” del mercado monetario. Con esos dos mecanismos de captación bancaria de depósitos, entre otros, en la práctica llegó a su fin una buena parte de las restricciones impuestas a la banca estadounidense desde la gran depresión y con las cuales se había buscado ponerla a resguardo de una insolvencia generalizada que pudiese resultar de crisis económicas y de *crack* bursátiles. También para Estados Unidos, a lo anterior cabría agregar el fin —desde

³ Revisiones del reciente proceso de desregulación, así como de las actuales normas que rigen el funcionamiento de los mercados de capital en Estados Unidos, Europa y Japón pueden verse en R. Culpeper [1995], S. Griffith-Jones [1995], y P. Chuhan y K. Jun [1995], respectivamente.

1982— de la “Regulación Q”, que desde los años treinta ponía límites a las tasas de interés que los bancos podían ofrecer a los depositantes, así como las mayores facilidades para las colocaciones privadas que se derivaron de la adopción, en abril de 1990, de la regla 144-A por la Comisión de Bolsa de Valores de ese país.

El conjunto de los componentes de la innovación financiera que hasta ahora hemos mencionado, sumado al aumento de importancia de las corrientes de corto plazo en el total de operaciones crediticias que también ha venido acompañando a dicha innovación, apuntan en una dirección que queremos destacar, y que se refiere a la multiplicación de los riesgos e incertidumbres asociados al funcionamiento de los mercados financieros, así como a la ampliación extrema de las ya grandes distancias entre el desarrollo de dichos mercados y los niveles de actividad presentes en el resto de la economía mundial.

En tal sentido, los años ochenta y noventa, tanto antes como después del *crack* de 1987, han sido pródigos en ejemplos de especulación desenfrenada, de emisión de valores de mínima confiabilidad —como los conocidos “bonos chatarra”— y, en general, de un funcionamiento de los mercados financieros, y en particular de las bolsas de valores, con altos grados de inestabilidad y de disociación respecto de los circuitos productivos.

En el sentido anterior, e incluso dejando de lado las facetas más claramente especulativas del manejo de valores, parece haber un cierto consenso en que la innovación financiera ha implicado tanto una ausencia relativa de “reglas internacionales del juego” en el funcionamiento de los mercados financieros, como una reducción de la calidad global del crédito, mezcla ésta que, sumada a mayores dificultades objetivas para estabilizar dichos mercados, puede resultar particularmente explosiva en el comportamiento futuro del sistema.

Respecto a las “reglas del juego”, es evidente que los procesos de apertura y desregulación nacional de los mercados de capitales no se han acompañado de normas internacionales mínimas que

permitiesen atenuar los riesgos asociados a la explosión crediticia,⁴ de tal manera que casi el único aspecto en el que se han logrado y aplicado acuerdos internacionales es en el referido a los niveles mínimos de capitalización de los bancos, lo que deja sin regulaciones prácticamente a todos los demás aspectos de la actividad bancaria y a las actividades financieras que no son intermediadas por los bancos.⁵

En lo que se refiere al deterioro en la calidad global del crédito, en términos generales las operaciones con títulos, además de reproducir varios de los riesgos usualmente asociados a los préstamos bancarios, agregan nuevas áreas de incertidumbre, debido a factores como los siguientes:⁶

- A diferencia de los préstamos bancarios, en las operaciones con títulos es muy escasa la transparencia respecto a la distribución de responsabilidades y compromisos entre las distintas instituciones participantes, lo que hace difícil identificar y cuantificar de manera precisa el riesgo involucrado en cada operación y, por tanto, la existencia o no de las capacidades necesarias para asumir dicho riesgo.
- El hecho de que los acreedores sean no un pequeño número de bancos sino una multitud de tenedores de valores, disminuye para dichos acreedores las posibilidades tanto de contar con

⁴ En tal sentido, en S. Griffith-Jones [1995: 110–111] se plantea que: “...debe destacarse que la reglamentación global de las corrientes de capital internacional se ha quedado muy a la zaga de las afluencias mismas. Este retraso obedece en parte tanto a dificultades técnicas como a la enorme complejidad de la tarea y a la falta de voluntad política de los principales países industriales. Si bien la situación está cambiando, la reacción en materia de reglamentación siempre parece ‘insuficiente y llega muy tarde’. Esto se suma a una situación de enormes presiones de la liquidez global para encontrar inversiones rentables por la vía de mecanismos que fueron recién desreglamentados.”

⁵ Para una descripción del problema, véase R. Devlin *et al.* [1995: 317–322]. En el mismo sentido, en un artículo reciente de D. Félix [1996] se hace una larga argumentación –de corte keynesiano– para cuestionar los efectos de la globalización financiera en los niveles de actividad en escala mundial y se propone “reducir la velocidad de reacción de los mercados financieros mundiales y revertir el volumen de las transacciones con divisas” con la aplicación del “impuesto Tobin” a dichas transacciones.

⁶ Véase I. Swary y B. Topf [1992: 399–400].

información suficiente respecto al deudor, como de ejercer vigilancia sobre él. En tal sentido cabe tener presente que si bien los grandes “inversionistas institucionales” han ido ganando importancia en las bolsas al multiplicar sus activos financieros, la mayor parte de los activos sigue correspondiendo a los restantes inversionistas,⁷ por lo cual el total de tenedores de títulos que se mueven en las bolsas es notablemente superior al número de bancos que actuaban como prestamistas en los mercados financieros hasta los años setenta.

Así también, esa “multiplicación de los prestamistas” a la que acabamos de hacer referencia hace más difícil que la parte acreedora pueda prestar algún tipo de ayuda a aquellos deudores que atraviesen por problemas de incapacidad de pago, no sólo por la dificultad para poner de acuerdo al elevado número de tenedores de los títulos de que se trate, sino también por la escasa disposición que probablemente existirá entre muchos de esos tenedores para llegar con el prestatario a acuerdos que signifiquen “echar dinero bueno al malo”. Al respecto no está de más recordar, como ejemplo para nuestra región, la inoperancia mostrada por los “Comités de Tenedores de Bonos” que a lo largo de la historia se han formado en los países europeos y en Estados Unidos, cuando América Latina ha declarado moratoria de pagos: en 1823, en 1873, en 1890 y en los años treinta del presente siglo.

LAS CRISIS FINANCIERAS Y EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

Con el seguimiento hecho en el apartado anterior hemos intentado argumentar tanto la presencia latente, e incluso ya manifiesta,

⁷ A modo de ejemplo, y según R. Devlin *et al.* [1995: 312], para Estados Unidos se estima que en 1992 los activos bursátiles de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones “representaban casi 15% de todos los activos financieros y más de 30% de los activos de instituciones financieras en ese país”.

de elevados niveles de incertidumbre e inestabilidad en el funcionamiento actual del mercado internacional de capitales, como también la existencia de condiciones para que dicho mercado —por su volumen de operaciones, por sus nuevas formas de funcionamiento, por sus crecientes vínculos con el resto de la economía, etc.— se transforme en un importante foco de problemas desde el punto de vista sistémico.

Sobre esa base, queremos en este segundo apartado traer a la discusión el tema del “prestamista internacional de última instancia”, cuya importancia presente y futura en buena medida se desprende de la argumentación que hemos presentado. Según ésta, el proceso de innovación financiera ha significado una notoria disminución no sólo de las posibilidades de regulación nacional sobre el comportamiento de los mercados de capitales, sino también de la capacidad de los distintos gobiernos para enfrentar con éxito una crisis crediticia, cuestión esta última que obliga a volver la vista hacia la existencia o no —y hacia las posibilidades de éxito en su accionar— de algún prestamista de última instancia que actúe en escala internacional.

De las formulaciones que se han hecho sobre el tema nos interesa retomar brevemente las que Ch. Kindleberger desarrolla en distintos trabajos y que se refieren tanto a los ciclos crediticios como al “prestamista de última instancia” (PUI), concepto este último que según dicho autor se utiliza desde el siglo XVIII.⁸

En tal sentido, un primer punto que se debe tener presente en relación con el PUI es que su ausencia es un componente central de la explicación que Kindleberger da a lo ocurrido en los años treinta. Su planteamiento central respecto a la “Gran Depresión” es que ella se debió a la ausencia de un país “estabilizador” del sistema, y por tanto, de un país que asumiera el liderazgo y que desempeñara un papel semejante al del Reino Unido hasta antes de la primera guerra mundial en cuanto a mantener mercados abier-

⁸ Véase Ch. Kindleberger [1978: 162-165].

tos, permitir una relativa estabilidad en el sistema de tipos de cambio, asegurar la coordinación de las políticas macroeconómicas, otorgar préstamos anticíclicos y actuar como prestamista de última instancia.⁹ Y a continuación agrega:

Creo que estas funciones deben ser organizadas y llevadas a cabo por un único país que asuma la responsabilidad del sistema. Si esto se hace así, y si especialmente este país actúa como prestamista de última instancia en las crisis financieras, el sistema económico es capaz en general, en mi opinión, aunque no en la de otros, de realizar los ajustes necesarios frente a dislocaciones serias mediante mecanismos de mercado.¹⁰

En esa perspectiva, entre 1929 y 1931 el Reino Unido ya no estaba en condiciones de actuar como estabilizador sistémico —“en 1931, la capacidad británica de liderazgo había desaparecido”—, y Estados Unidos, que podría haberlo hecho, lejos de asumir esa función lo que hizo fue encerrarse y empujar hacia una ampliación de los desequilibrios, por la aplicación tanto de una política monetaria de horizonte exclusivamente nacional, como de la Ley Smoot-Hawley que, con la “estampida hacia la protección” que provocó, canceló las posibilidades de una tregua arancelaria y de una estabilización de los tipos de cambio.¹¹

La importancia que asigna Ch. Kindleberger a la falta de un PUI en la depresión de los años treinta, queda de manifiesto en la siguiente cita, tomada de *Manías, pánicos y crack*,¹² en la cual, refiriéndose al libro *La crisis económica 1929-39*, plantea: “llegué a la conclusión de que la depresión de 1929 fue tan amplia, profunda y prolongada por la falta de un prestamista internacional de última instancia”.

En el texto que acabamos de citar, el problema del PUI en escala

⁹ Ch. Kindleberger [1973: 340–341].

¹⁰ *Ibid.*, p. 340. El recuento que sigue, a no ser que se indique lo contrario, está tomado del capítulo 14, pp. 339 a 358, del libro que se cita. Un recuento semejante también se encuentra en el capítulo 15 de Kindleberger [1984: 365–388].

¹¹ Ch. Kindleberger [1973: 341–342; 346–348].

¹² Ch. Kindleberger [1978: 4].

internacional es tratado ya no sólo en el contexto de la depresión de los años treinta sino, más en general, en el de los ciclos económicos o, más precisamente, de las crisis financieras en el interior de esos ciclos; esto es, de “la porción del ciclo que cubre la parte final del auge y la parte inicial de la caída”,¹³ porción durante la cual se producen las manías, los pánicos y los *crack* a cuyo análisis está dedicada la totalidad del texto.

De manera muy sucinta, algunos de los principales elementos que están presentes en la interpretación que Kindleberger presenta sobre las crisis financieras, son los siguientes:

- Su punto de partida son los análisis que ha realizado H. Minsky con relación al tema. Como es sabido, este último autor ha desarrollado a profundidad los temas de la incertidumbre y de la inestabilidad, el ciclo y las crisis financieras, como tendencias inherentes al funcionamiento del capitalismo,¹⁴ incluyendo una propuesta de relectura de la *Teoría general* de Keynes en esa dirección,¹⁵ de la cual desprende que Keynes elaboró su teoría para una economía que “... es inherentemente falible por ser

¹³ *Ibid.*, p. 14.

¹⁴ Dos párrafos de H. Minsky [1986: 4 y 10-11], que a nuestro juicio sintetizan sus preocupaciones centrales, son los siguientes: “En la práctica, los Wall Street del mundo son importantes; ellos generan fuerzas desestabilizadoras, y de tiempo en tiempo el proceso financiero de nuestra economía conduce a serias amenazas de inestabilidad financiera y económica, esto es, el comportamiento de la economía se vuelve incoherente.”

“El mayor defecto de nuestro tipo de economía es que es inestable. Esa inestabilidad no se debe a choques externos o a la incompetencia o ignorancia de los hacedores de política. La inestabilidad se debe a procesos internos de nuestro tipo de economía. La dinámica de una economía capitalista es compleja, sofisticada, y despliega estructuras financieras que encabezan el desarrollo de condiciones que conducen a la incoherencia —a la inflación desbocada o a profundas depresiones”.

¹⁵ Su lectura de la *Teoría general*, en términos del rescate de aspectos del pensamiento de Keynes que fueron incorrectamente abandonados por la síntesis neoclásica, lo plantea en los siguientes términos [1975: 10]: “La sustancia de aquello que se descuidó en el desarrollo de la síntesis se puede agrupar bajo tres encabezados: la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre, el carácter cíclico del proceso capitalista y las relaciones financieras de una economía capitalista avanzada.”

Y más adelante agrega: “... en mi reinterpretación de Keynes las relaciones, las

irremediablemente cíclica”.¹⁶ Así también, H. Minsky ha desarrollado lo relativo al PUI, sobre todo respecto a la economía estadounidense y a las deficiencias de la Reserva Federal en el cumplimiento de ese papel.¹⁷

- A partir de esos análisis, Ch. Kindleberger avanza principalmente en dos direcciones: por una parte, aplica el modelo de H. Minsky al terreno de las crisis y los ciclos financieros *internacionales*;¹⁸ por otra parte, hace una revisión histórica de los ciclos financieros, que abarca desde el siglo XVIII hasta el XX.
- En el modelo resultante —al cual podríamos llamar “modelo Minsky/Kindleberger”—, se definen las siguientes etapas de un ciclo financiero internacional:
- Algún suceso importante, que puede ser exógeno al sistema económico, hace aparecer una nueva perspectiva económica, se incrementa la confianza y comienza el optimismo. El punto de arranque puede ser el comienzo o final de una guerra, el éxito o fracaso de una cosecha, la adopción amplia de alguna inversión, etc. Ante ese evento, los individuos y empresas que tienen ahorros tratan de aprovechar la situación, apoyándose además en el crédito bancario. Se inicia la euforia y la manía especulativa, la cual se enfoca a uno o dos objetos de especulación, diferentes de un *boom* a otro y de una crisis a otra. La especulación frecuentemente se desarrolla en dos momentos: en el

perturbaciones y la inestabilidad financieras desempeñan un papel importante en las sucesiones de estados de sistemas que caracterizan la trayectoria de la economía”. *Ibid.*, p. 12.

¹⁶ *Ibid.*, p. 66. Y en la siguiente página agrega: “Sin la incertidumbre, Keynes es algo así como *Hamlet* sin el Príncipe”.

¹⁷ Véase H. Minsky, *op. cit.* pp. 38-67. Allí plantea que el objetivo principal en la creación del Sistema de la Reserva Federal, en 1913, era el de servir de PUI, pero que dicho objetivo ha ido siendo relegado y se ha privilegiado su función de controlar la oferta monetaria.

¹⁸ Si bien, en opinión de Ch. Kindleberger [1978: 18] “... el modelo de Minsky está limitado a un solo país”, cabe tener presente que H. Minsky también ha desarrollado análisis respecto a las crisis financieras internacionales, algunos de ellos con especial énfasis en la actual crisis de deuda de los países del capitalismo atrasado. Véase H. Minsky [1983 y 1990].

primero, se actúa de manera racional, se invierte en vivienda y se busca la obtención de intereses altos; en el segundo aparece la irracionalidad y lo que se busca son ganancias prontas mediante la venta del principal.¹⁹

- La siguiente etapa es la de “zozobra financiera”, la cual también puede iniciarse por motivos muy variados: demanda por efectivo sobre los mercados de capitales, rápida elevación de las tasas de interés en mercados de capitales, déficit de balanza de pagos, fin de la elevación de precios en aquello que haya sido objeto de especulación, etc. Con la “zozobra financiera”, la euforia llega a su fin y las expectativas, antes optimistas, se vuelven a la baja.²⁰
- La etapa que sigue es el pánico, que puede o no presentarse. Si no se presenta, la zozobra puede disminuir gradualmente. Si se presenta el pánico, lo hace en un lapso indeterminado, de semanas o años, y es provocado por factores muy diversos, económicos o extraeconómicos. Entre los económicos, abundan los casos de pánicos provocados por quiebras y caídas violentas de precios, aunque también el descubrimiento de los desfalcos y estafas —cometidos durante el auge especulativo— muchas veces precipitan los *cracks* y los pánicos. “Un *crack* es un colapso en los precios de valores o, tal vez, la quiebra de una importante empresa o banco. Un pánico ‘repentino, sin causa’ puede ocurrir en los mercados de valores, o implicar una embestida de menor a mayor de valores líquidos. La crisis financiera puede envolver a una o a ambas, en cualquier orden.”²¹
- Tanto el auge como la zozobra financiera y el pánico son transmitidos entre economías nacionales por una variedad de mecanismos: “infección psicológica”, fluctuación en los precios de las mercancías, movimientos de capital de corto plazo, tasas de interés, variaciones en los inventarios mundiales de mercancías, etc. En particular, la transmisión por los movi-

¹⁹ Ch. Kindleberger [1978: 15-16 y 25-51].

²⁰ *Ibid.*, pp. 97-104.

²¹ *Ibid.*, p. 113.

mientos de capital puede responder a causas reales (guerra, revolución, nuevos mercados, innovaciones), a cambios en la política monetaria, fiscal, etc., o a desequilibrios en los tipos de cambio.²²

- Siempre, según Kindleberger, las evidencias demuestran que no se puede detener a las manías con advertencias oficiales, y que incluso éstas ayudaron a la crisis, en vez de evitarla. El momento para actuar es durante la etapa de pánico y el que debe hacerlo es el PUI. El pánico finaliza —sin haber dado lugar más que a una crisis moderada— si el PUI logra convencer al mercado de que va a haber suficiente dinero en efectivo para satisfacer la demanda, lo que hace que vuelva la confianza incluso sin que ese dinero llegue a ser realmente demandado.

El dilema central de la actuación del PUI es que si se sabe que éste dará su apoyo, si hay seguridad de que el mercado va a ser salvado por el PUI, habrá una menor responsabilidad de los involucrados en el funcionamiento de los mercados monetario y de capitales durante el siguiente auge. La conclusión es que el PUI debe existir, pero su presencia debe ser dudosa.

Según Kindleberger, el PUI sí acorta la depresión, y los ejemplos históricos más claros serían los de aquellas situaciones en que no hubo acción alguna por parte de un PUI. En tal sentido, considera que la mayor duración y profundidad de las depresiones de 1720 y 1873, de la de 1882 en Francia, y de las de 1921 y 1929, se debió a la ausencia de un PUI.

Según Kindleberger en escala internacional, y para las décadas más recientes, también debe haber un PUI, a tal punto que las tasas flotantes de interés no reducen la necesidad de contar con él sino que incluso la incrementan. Sin embargo, el PUI debe actuar rápidamente, en días y con frecuencia en horas; debe poder hacerlo sin límites, y para ambas cosas el FMI está mal calificado.

²² *Ibid.*, pp. 118-120.

En esa perspectiva, para Kindleberger cuando los líderes estadounidenses plantean que Estados Unidos no debería actuar como PUI y que ese papel correspondería al FMI, se corre el peligro de que no sólo estén extendiendo una “deseable sensación de inseguridad” acerca de la existencia del PUI, sino de que ellos estén hablando en serio y que en una futura crisis, como la de 1931, los países y las organizaciones internacionales se trasladen unos a otros la responsabilidad de lograr la estabilidad internacional.²³

Hasta aquí, la presentación que nos interesa hacer del análisis de Kindleberger. Más allá de las diferencias que podamos tener en relación con algunos de sus planteamientos, sobre todo respecto de la posibilidad que él supone de evitar las grandes depresiones por la acción de un PUI, por más decidida, oportuna y técnicamente adecuada que fuera esa acción, lo que nos interesa es rescatar la relevancia del tema para el análisis del funcionamiento reciente del mercado internacional de capitales, y destacar la paradoja de que en ese funcionamiento reciente al mismo tiempo que —según ya vimos— se multiplica la necesidad de un PUI, se hace más compleja su actuación y se reducen sus posibilidades de éxito.

Al respecto, y asumiendo que el propio funcionamiento del sistema tiende a generar mecanismos de préstamo de última instancia para enfrentar aquellas situaciones que efectivamente pueden ser superadas por esa vía, lo evidente es que la función de PUI en escala global difícilmente podrá ser ejercida en el futuro previsible por un solo país, dado el deterioro relativo de la economía estadounidense y la ausencia de otra economía nacional que asuma el liderazgo económico sobre el conjunto del sistema. En tal sentido, y a la luz de las experiencias recientes, más bien lo que se perfila es el desarrollo de dos niveles de definición de prestamista de última instancia: un nivel se daría en el interior de cada uno de los tres grandes bloques, con Estados Unidos, Japón y Alemania desempeñando el papel de PUI en su respectiva zona de influencia,

²³ *Ibid.*, pp. 161–227.

como ocurrió, por ejemplo, con los préstamos otorgados a México por el gobierno estadounidense en 1983 y 1995; y un segundo nivel se daría respecto a crisis potencialmente sistémicas, en cuyo caso la función de PUI sería asumida, dentro de lo posible, y ciertamente con muchos conflictos y pocas posibilidades de éxito, de manera multinacional, mediante instancias como el Grupo de los Siete.

Colofón: El PUI y la deuda externa de América Latina en la perspectiva de la CEPAL

Nos interesa finalizar el presente trabajo haciendo una breve mención de la existencia de una línea de análisis —que ha sido desarrollada principalmente por la CEPAL—, según la cual los aspectos fundamentales de la crisis de deuda de América Latina se deberían haber enfrentado y resuelto de manera rápida, y casi automática, mediante la acción de la “red internacional de seguridad financiera”²⁴ y/o del “Mecanismo Internacional de Préstamos de Última Instancia” (MIPUI),²⁵ por lo que tanto la falta de solución al problema de la deuda, como el costo que dicho problema ha tenido para el funcionamiento de las economías latinoamericanas, serían atribuibles a insuficiencias del MIPUI.

Apoyándonos en un material de la CEPAL donde se desarrolla en extenso el tema,²⁶ consideramos que los principales puntos de la argumentación son los siguientes:

- En agosto de 1982, con la declaración mexicana de moratoria, se inició “una crisis financiera sistémica de grandes proporciones”, la cual “podría haber creado un colapso financiero al estilo de los años treinta”.²⁷
- Las causas de esa crisis no son estrictamente endógenas o

²⁴ M. Guerguil [1984].

²⁵ CEPAL [1990].

²⁶ *Ibid.*, pp. 9-13 y 21-54.

²⁷ *Ibid.*, p. 9.

exógenas al funcionamiento de las economías deudoras, sino que se encuentran en “una falla del *sistema*, en que la *interacción* de la oferta y demanda del mercado en un contexto coyuntural determinado ha conducido a una asignación socialmente ineficiente de los recursos”.²⁸

- Haciendo un seguimiento de distintas formulaciones —entre ellas, las de Ch. Kindleberger que arriba hemos esbozado—, la CEPAL concluye que la crisis financiera sistémica iniciada en 1982 se corresponde con un patrón histórico, y hace suya la idea de que ante las crisis financieras debe actuar un PUI, cuyo papel principal es “contener la crisis y evitar la pérdida generalizada de la producción y el empleo que sobrevienen durante un grave desbarajuste financiero del sistema económico”.²⁹
- Para la situación específica de los años ochenta, en el documento se postula una clara intervención del PUI a nivel nacional en los países industrializados, identificándose una serie de “operaciones de rescate” realizadas en dichos países durante esa década.³⁰ A nivel internacional, también se identifica una clara presencia del PUI, el cual ha consistido en “una alianza informal, descentralizada tomada por los gobiernos del Grupo de los Siete, algunos de sus grandes bancos comerciales y los principales prestamistas multilaterales, en especial el FMI”.³¹
- Sin embargo, en su actuación internacional el MIPUI no ha logrado el doble objetivo de “alcanzar la estabilidad financiera y el crecimiento económico a nivel mundial”³² ya que ese crecimiento económico mundial debería incluir a los países de América Latina, lo que no ha ocurrido:

[...] el MIPUI ha sido bastante ineficaz para movilizar los recursos necesarios para garantizar el objetivo dual de la estabilidad financiera global y del

²⁸ *Ibid.*, p. 30.

²⁹ *Ibid.*, p.33.

³⁰ *Ibid.*, pp. 34-39.

³¹ *Ibid.*, p. 40.

³² *Ibid.*, p. 41.

verdadero crecimiento global (es decir, un crecimiento en que participen los países deudores).³³

- En un nivel más particular, la principal deficiencia del MIPUI ha sido el no asegurar a las economías deudoras un “financiamiento externo sostenido y predecible”, el cual sólo podía provenir del MIPUI, ya que “en principio es capaz de percibir el riesgo en términos más sistémicos que privados”.³⁴ A ello se agregaron otras dos deficiencias del MIPUI: por una parte, el haber insistido “en mantener el carácter privado de la estrategia de manejo”³⁵ de la crisis deudora; y, por otra, “en vista del papel de los bancos en el surgimiento del problema de la deuda, es difícil entender cómo el MIPUI pudo permitirles que cobraran a los prestatarios tasas de interés punitivas”.³⁶
- Esas deficiencias del MIPUI pueden deberse a que “esté todavía subdesarrollado y sea incapaz de preservar la estabilidad financiera y la estabilidad económica”.³⁷

En todo caso, el punto central para la CEPAL es que “el MIPUI no movilizó, y todavía no moviliza, el financiamiento adecuado para apoyar un ajuste socialmente eficiente en América Latina y el Caribe”.³⁸

Hasta aquí el análisis de la CEPAL. En términos generales, nos parece que en dicho análisis hay al menos dos componentes que es necesario someter a discusión, los cuales no tienen que ver con la necesidad misma de existencia de un PUI en el actual funcionamiento de la economía internacional, sino con el balance que se hace de los riesgos en que estuvo el sistema financiero internacional por la crisis de deuda de América Latina y con el papel que se

³³ *Ibid.*, p. 43.

³⁴ *Ibid.*, p. 50.

³⁵ *I. oc. cit.*, p. 50.

³⁶ *Ibid.*, p. 52.

³⁷ *Ibid.*, p. 54.

³⁸ *I. oc. cit.*

asigna a ese PUI respecto de la permanencia de niveles adecuados de actividad económica en los países de la región:

- Por una parte, consideramos que difícilmente se puede sostener la afirmación de que la inactividad del PUI en verdad puso en peligro de colapso a la totalidad del sistema financiero internacional, así como tampoco es sostenible la idea de que desde 1982 estaríamos en presencia de una “crisis financiera sistémica”.

Por el contrario, nos parece que la crisis derivada de la incapacidad de pagos se concentró casi exclusivamente en las economías deudoras, y que los posibles efectos hacia el sistema bancario internacional fueron paliados por dos vías: por una parte, mediante un volumen relativamente pequeño de recursos gubernamentales erogados por el gobierno estadounidense sobre todo para evitar una moratoria mexicana y, por otra, que fue la principal, mediante la plena aceptación que otorgaron los gobiernos deudores a la estrategia, los instrumentos y los procedimientos definidos por los acreedores.

En suma, por tanto, ni el sistema llegó a estar en peligro, ni hubo necesidad de rescatar a bancos específicos, ya que en lo fundamental el peso del problema recayó en las economías deudoras.

- Por otra parte, y teniendo presente lo anterior, nos parece que otro error de partida consiste en asumir que la acción conjunta de los gobiernos acreedores, la banca privada y el FMI tenía como objetivo asegurar un flujo suficiente de recursos hacia América Latina y, en general, velar para que en la región se lograra la “eficiencia social del ajuste”.

Si se asume que ese era efectivamente el objetivo central quizá la crítica de la CEPAL sería válida. Por el contrario, si era minimizar los efectos de la crisis de deuda para la banca acreedora y para el capitalismo desarrollado, como consideramos que efectivamente fue, la crítica de la CEPAL deja de tener sentido, y sólo queda reconocer que el objetivo se alcanzó con

amplitud, aunque obviamente ello ocurrió a costa del crecimiento decenal de nuestros países.

BIBLIOGRAFÍA

- Culpeper, Roy [1995], “La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (comps.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*, México, Fondo de Cultura Económica.
- CEPAL [1990], *América Latina y el Caribe: opciones para reducir el peso de la deuda*, Santiago de Chile.
- Chuhan, Punam y Kwang W. Jun [1995], “El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital de Japón”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (comps.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Devlin, R., Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones [1995], “Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (comps.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Felix, David [1996], “La globalización financiera contra el libre comercio: defensa del impuesto Tobin”, *Investigación Económica*, núm. 217, julio-septiembre, México, UNAM.
- Griffith-Jones, Stephany [1995], “Corrientes de fondos privados europeos hacia la América Latina. Hechos y planteamientos”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (comps.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Guerguil, Martine [1984], “La crisis financiera internacional: diagnosis y prescripciones”, en *Revista de la CEPAL*, núm. 24, Santiago de Chile,

- Kindleberger, Charles P. [1973], *La crisis económica 1929-1939*, Ed. Crítica, Madrid, Grijalbo.
- [1978], *Manias, panics and crashes*, Londres, The Macmillan Press.
- [1984], *Historia financiera de Europa*, Ed. Crítica, Madrid, Grijalbo.
- Minsky, Hyman [1975], *Las razones de Keynes*, México, Fondo de Cultura Económica.
- [1983], “Monetary Policies and the International Financial Environment” Working Paper 56, Ed. Department of Economics, St. Louis, Missouri, Washington University.
- [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- [1990], “Hacia una economía global. Una visión desde el norte”, mimeo (versión en inglés), México.
- Swary, Itzhak y Barry Topf [1992], *La desregulación financiera global*, México, Fondo de Cultura Económica.

ALCANCES Y LIMITACIONES DEL PROYECTO EXPORTADOR MEXICANO

*Jorge Basave **

PRESENTACIÓN

Al igual que otras economías latinoamericanas, la de México ha depositado una buena parte de sus expectativas de crecimiento en su comercio exterior. Desde la segunda mitad del decenio pasado, el gobierno puso en práctica una serie de medidas de aliento a las exportaciones con la finalidad de apoyar a varias grandes empresas privadas nacionales en la conquista de mercados del exterior, y ulteriormente también a un conjunto empresarial más amplio del sector manufacturero nacional. Lo primero ha tenido éxito, aunque, como intentaremos demostrar en este trabajo, es limitado y relativo; lo segundo aún no se ha dado en forma significativa.

Con el fomento exportador se persiguen dos metas fundamentales: el crecimiento industrial y la generación de divisas suficientes para cubrir el incremento de importaciones propio del nuevo modelo de economía abierta y contribuir al pago del servicio de una elevada deuda externa.

La principal ventaja competitiva con la que cuenta México,

* Investigador del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, México.

Este artículo forma parte de los resultados del proyecto de investigación: "Reestructuración de los grupos empresariales en México" en el que además participan Germán Dabat, Citlalin Martínez y Ernesto Bravo; estuvo a cargo de estos dos últimos la elaboración de los cuadros estadísticos y las gráficas sobre la muestra empresarial considerada. El proyecto es financiado por la DGAPA-UNAM y se sustenta en la base de datos proporcionada por el Departamento de Información y Estadística de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

además de su colindancia con el extenso mercado estadounidense, radica en el bajo costo de su mano de obra. Pero esto no es suficiente en un mundo cada vez más globalizado, y todavía menos debido al atraso tan significativo en los niveles de productividad de la industria mexicana como consecuencia de más de cuatro décadas previas de funcionamiento en una economía cerrada y sobreprotegida.

Por estas razones se ha tenido que recurrir a ajustes monetarios violentos que además de frenar fugas de capitales inducen las exportaciones manufactureras y evitan mayores deterioros en la balanza comercial cada vez que el peso comienza una escalada sobrevaloratoria debido a las presiones inflacionarias internas.

Los ajustes, sin embargo, han tenido efectos secundarios perniciosos en otros ámbitos importantes de la economía, por lo que en lo que va de este decenio la política monetaria y financiera ha sido errática e incierta, oscilando entre el control de la inflación, la atracción de capitales externos, la protección del sistema bancario y el beneficio del comercio exterior, sin lograr todavía compatibilizarlos.

Entre otros muchos, estamos entonces ante un problema de fondo que radica en la estructura productiva interna. Uno de sus reflejos más evidentes se encuentra precisamente en la balanza comercial que después de haber logrado durante 1995 un superávit por primera vez después de cinco años de deterioro, volvió a presentar graves problemas a sólo un año de distancia.

Las preguntas inmediatas que surgen de esta situación son: ¿en qué radica esta deficiencia estructural?, ¿las empresas en las que se han depositado todas las expectativas exportadoras están teniendo el éxito esperado? y ¿se están instrumentando los correctivos de política económica adecuados? Las preguntas están muy relacionadas y una forma de aproximarnos a las respuestas pasa por superar la visión exclusivamente macroeconómica sobre el desempeño del comercio exterior mexicano para analizar la microeconomía nacional en conjunto.

Este trabajo pretende aportar algunos elementos de análisis para encontrar las respuestas.

EL DESEMPEÑO EXPORTADOR NACIONAL EN LOS AÑOS NOVENTA

No cabe duda que la economía mexicana ha comenzado recientemente a modificar la forma como se vincula la economía mundial por medio del comercio. El primer acontecimiento trascendente durante los años noventa consiste en el dinamismo exportador del sector manufacturero residente en el país.

Además de las maquiladoras que han estado creciendo de una manera consistente desde el decenio anterior, el sector manufacturero no maquilador aumentó sus exportaciones de manera contundente (véanse los cuadros 1 y 2). Inicialmente lo hizo en forma un tanto incierta para después, de 1993 a 1995, cobrar un mayor vigor. De tal forma pasó de representar un 34.1% de las exportaciones totales en 1990 a un 44.6% en 1995 (cuadro 3).

Debido a ese dinamismo conjunto y a la caída en los precios internacionales del crudo (gráfica 1), el sector petrolero durante el mismo periodo cayó de significar una cuarta parte de las exportaciones mexicanas a solamente una décima parte. Así, la economía mexicana ha dejado atrás su perfil exportador tradicional que dependía de su principal recurso natural, sujeto, al igual que los productos agropecuarios y extractivos, a precios sumamente volátiles.

No podemos soslayar que este cambio de perfil se debe en gran medida al significativo peso que representan las maquiladoras en la actividad exportadora nacional. En 1990 ya significaban el 33.1% del total y en los siguientes cuatro años fueron el sector con mayor volumen exportador en la estructura comercial del país.

Se trata de un sector de baja elasticidad respecto a las modificaciones en los tipos de cambio real y nominal, por lo que pese a las alteraciones acontecidas durante los años noventa creció de forma sostenida a tasas de entre el 17 y el 20% anual.

Por el contrario, las exportaciones del sector manufacturero no maquilador que incrementaron de manera notable su crecimiento en 1993 y continuaron creciendo en 1994, año de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC), reaccionaron fuertemente a la devaluación monetaria de 1995 para crecer un 46.9% y lograr superar por primera vez el peso de las maquiladoras en la estructura exportadora nacional. Estas tendencias relativas, como veremos más adelante, se mantuvieron hasta julio de 1996, conforme a los últimos datos disponibles hasta el momento de redactar este estudio.

Por consiguiente, adelantando una de las conclusiones de este trabajo, nos enfrentamos a una de las premisas fundamentales que explican la dinámica exportadora de México durante los años noventa: por una parte, el crecimiento sostenido de los volúmenes exportadores de la industria maquiladora y por la otra el reciente auge manufacturero.

Conociendo la tendencia del sector maquilador debemos enfocar nuestra atención al sector manufacturero, con el fin de precisar los dinamismos diferenciados de sus subsectores y poder efectuar un análisis más profundo sobre las expectativas exportadoras en el corto plazo.

El desempeño comercial de un país en desarrollo en los mercados globales actualmente debe evaluarse en torno a diversos indicadores, destacando: 1] el grado de penetración sostenida de productos manufacturados por empresas nacionales y de su contenido de insumos nacionales; 2] la velocidad con que se integran a la exportación directa un mayor número de empresas nacionales de diversos tamaños; 3] la proporción de insumos internos agregados a la producción neta y a las ventas externas de las empresas extranjeras radicadas en el país que operan como plataformas de exportación, y 4] la medida en que los incrementos exportadores se deben a aumentos de productividad y no exclusivamente a subvaluaciones monetarias y/o a macrodevaluaciones.

Tenemos, por tanto, que efectuar un primer corte intersectorial

manufacturero diferenciando el dinamismo de las plataformas de exportación (PE), que tienen asegurados sus mercados externos sobre la base de operaciones de naturaleza intraempresarial, de la penetración real lograda por las exportadoras privadas nacionales (EPN).

EL DINAMISMO DE LAS PE Y SU PESO EN LA ESTRUCTURA EXPORTADORA DE MÉXICO

Las empresas extranjeras que se instalaron en México durante los años cincuenta y sesenta, cuando el país sostuvo altas tasas de crecimiento y un mercado interno en expansión, lo hicieron con el propósito inicial de aprovechar las ventajas de un mercado protegido.

Por su parte, la economía mundial experimentó cambios acelerados, suficientemente conocidos, desde los años setenta y la economía mexicana, una década más tarde, realizó profundas modificaciones en su modelo hacia una economía abierta y orientada a las exportaciones.

En este nuevo contexto las empresas transnacionales realizaron importantes inversiones y comenzaron a operar más plenamente como PE, lo que además les permitía compensar la caída del mercado interno nacional debido a la crisis económica prevaleciente. Nuevas PE, como por ejemplo la IBM y la Hewlett Packard, se instalaron en México durante los años ochenta.¹

Su ya de por sí fuerte integración en la economía mundial se incrementó de modo significativo y aunque hacia 1992 las PE cubrían menos del 10% de la inversión fija bruta en el país se convirtieron en las principales exportadoras de México.²

¹ George Baker, "Sector externo y recuperación económica en México", *Comercio Exterior*, vol. 45, núm. 5, México, mayo de 1995.

² Álvaro Calderón *et al.*, "Mexico's incorporation into the new industrial order: foreign investment as a source of international competitiveness", *Desarrollo Productivo*, núm. 21, Santiago de Chile, CEPAL, ONU, 1995.

Debo advertir que los datos sobre las operaciones de las PE en México sólo pueden deducirse en forma aproximada, pues no hay una fuente de información consistente sobre su desempeño. Las fuentes disponibles las mencionan de forma indirecta, relacionándolas en cada caso con variables diferentes y sólo para periodos cortos.

La forma como procedimos al cálculo del desempeño exportador de estas empresas en los años de 1993 a 1995 se explica en las notas³ y solamente debo mencionar que realicé un cálculo conservador al respecto. Si proyectáramos hacia esos años los datos que proporcionan algunas fuentes de información para el periodo 1990-1992 resultarían con un peso mayor al que les asignamos en la estructura exportadora manufacturera de México. De ser así, consecuentemente el peso de las EPN se vería reducido aún más del que se muestra en los cuadros.

Lo primero que observamos es que las PE ganan peso en la estructura exportadora total con relación al sector de las EPN: las primeras pasan del 19.2% en 1993 al 24.4% en 1995, mientras que las segundas avanzan del 19.1 al 20.2% (cuadro 3). Esto se debió a

³ Procedimiento para calcular los rubros (g) hasta (h) del cuadro 1: Al conocerse por las cifras oficiales del Banco de México el rubro (f) sobre manufacturas no maquiladoras se calculó el (g) y por medio de una sustracción se obtuvo (h).

Cálculo de (g): Los rubros (g-1) y (g-2) que suman (g) se obtuvieron con el cruzamiento de datos de las siguientes fuentes: a) Jesús Cervantes, "Cambio estructural en el sector externo de la economía mexicana", *Comercio Exterior*, vol. 46, núm. 3, México, 1996; b) Álvaro Calderón, *op. cit.*; c) George Baker, *op. cit.*; d) *Expansión*, número sobre las mayores exportadoras en México de 13 de septiembre de 1995 y 11 de septiembre de 1996; e) datos de la AMDA y la AMIA publicados en *Reforma* del 22 de agosto de 1996.

El procedimiento fue el siguiente: se tomó como base el dato de (g-1) para 1993 proporcionado por Calderón y se verificó su coincidencia con los de Cervantes una vez que a estos últimos se les restó un 7.5% de exportadores mexicanos del ramo. Esta misma proporción se aplicó en 1994. Para 1995 se restó un 10% basándonos en los datos proporcionados por AMDA y AMIA sobre la producción y los incrementos de exportación de unidades automovilísticas.

De *Expansión* se obtuvieron las exportaciones de trasnacionales no automovilísticas de los 150 mayores exportadores de México y así se calculó el rubro (g-2) para los tres años.

Nuestros cálculos aparecen como conservadores respecto al peso de (g) de acuer-

tasas de crecimiento diferenciadas durante este periodo: de 1993 a 1994 las EPN crecieron en 15.7% y las PE al 27.7%, y en 1995 impulsadas por la devaluación monetaria las EPN crecieron 40.3% y las PE 52.8% (cuadro 2).

Las exportaciones de las PE están compuestas en su mayor parte por las cinco trasnacionales automovilísticas que operan en México (General Motors, Chrysler, Ford, Volkswagen y Nissan), que en 1993 y 1994 cubrieron alrededor de cuatro quintas partes de las exportaciones de las PE.

Sin embargo, durante 1995 el resto de las PE, en donde destacan las fabricantes de equipo de cómputo (IBM y Hewlett Packard), aparatos eléctricos (Sony), poliéster (Celanese), equipo fotográfico (Kodak), maquinaria (Xerox), semiconductores (Motorola), acero (Mexinox) y otros como los de autopartes, químico y farmacéutico, tuvieron un crecimiento exportador impresionante del 114.9% (el mayor de todos los sectores de la economía) y alcanzó el 7.2% de las exportaciones totales de México frente al 17.2% de las automotrices.

Esto confirma el importantísimo peso que siempre ha tenido el sector de PE en las exportaciones mexicanas y que además sigue en aumento, colocándose definitivamente en 1995 como el segundo en importancia, sólo por debajo del sector maquilador que declinó levemente en su participación total.

Dado que este último está compuesto en su inmensa mayoría por empresas extranjeras tenemos que la mayor dinámica exportadora del país la aporta el capital foráneo invertido en México.

do con otras fuentes: la exportación de trasnacionales resultaría mayor (al menos en un 10%) si proyectáramos los datos que Calderón menciona para 1990-1992. Baker, por su parte, aunque utiliza cifras conservadoras advierte que de acuerdo con fuentes directas consultadas el peso real de las trasnacionales puede llegar al 45% de las manufacturas no maquiladoras, lo que coincidiría con los cálculos de Cervantes y se aproximaría a los nuestros.

Por último, los datos de *Expansión* no incluyen a varias trasnacionales importantes y nosotros sólo incluimos a las 30 no automovilísticas mayores.

CUADRO 1
Exportaciones de México, 1990-1995
(Millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
a) Total	40 771	42 088	46 196	51 886	60 882	79 542
b) Maquiladoras	13 474	15 833	18 680	21 853	26 269	31 103
c) Petróleo	10 104	8 166	8 306	7 418	7 445	8 423
d) Agropecuarios	2 163	2 372	2 112	2 504	2 678	4 016
e) Extractivas	1 078	547	356	278	357	545
f) Manufacturas	13 892	15 769	16 741	19 832	24 133	35 455
g) Plataformas de exportación	—	—	—	9 946	12 699	19 410
Automovilísticas	—	—	—	7 800	10 023	13 658
Resto	—	—	—	2 146	2 676	5 752
h) Exportadoras privadas nacionales	—	—	—	9 886	11 434	16 045
Muestra	3 618	3 818	3 980	5 145	6 426	9 903

FUENTES: De la a) a la f): Informes anuales del Banco de México.

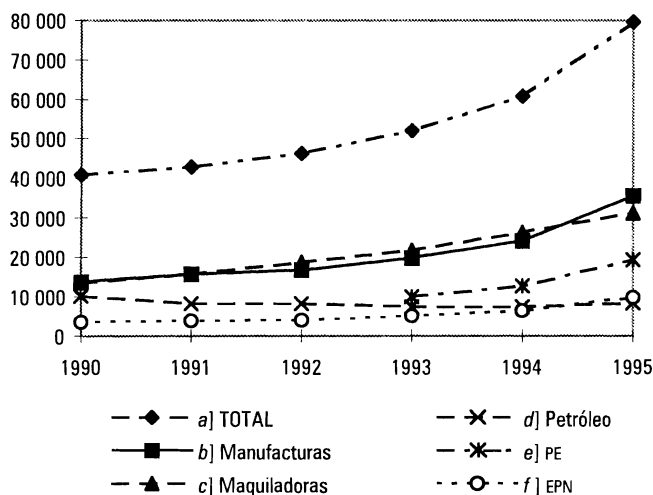
De la g) a la h): Elaboración propia con base en el procedimiento y los datos explicados en la nota 3 y con datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

CUADRO 2
Exportaciones de México, 1990-1995
(Tasas de crecimiento porcentual)

	1991/90	1992/91	1993/92	1994/93	1995/94
a) Total	4.9	8.2	12.3	17.3	30.6
b) Maquiladoras	17.5	18.0	17.0	20.2	18.4
c) Petróleo	-19.2	1.7	-10.7	0.4	13.1
d) Agropecuarios	9.7	-11.0	18.6	6.9	50.0
e) Extractivas	-49.3	-34.9	-21.9	28.4	52.7
f) Manufacturas	13.5	6.2	18.5	21.7	46.9
g) Plataformas de exportación	70.0	—	—	27.7	52.8
Automotrices	—	—	—	28.5	36.3
Resto	—	—	—	24.7	114.9
h) Exportadoras privadas nacionales	—	—	—	15.7	40.3
Muestra	5.5	4.2	29.3	24.9	54.1

FUENTES: Mismas del cuadro 1.

GRÁFICA 1
Exportaciones de México, 1990-1995
(Miles de millones de dólares)



FUENTES: Mismas del cuadro 1.

CUADRO 3
Exportaciones de México, 1990-1995
(Estructura porcentual)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
a) <i>Total</i>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
b) Maquiladoras	33.1	37.1	40.4	42.1	43.1	39.1
c) Petróleo	24.8	19.1	18.0	14.3	12.2	10.6
d) Agropecuarios	5.3	5.6	4.6	4.8	4.4	5.0
e) Extractivas	2.6	1.3	0.8	0.5	0.6	0.7
f) Manufacturas	34.1	36.9	36.2	38.2	39.6	44.6
g) Plataformas de exportación	—	—	—	19.2	20.9	24.4
Automotrices	—	—	—	15.0	16.5	17.2
Resto	—	—	—	4.1	4.4	7.2
h) Exportadoras privadas nacionales	—	—	—	19.1	18.8	20.2
Muestra	8.9	8.9	8.6	9.9	10.6	12.5

FUENTES: Mismas del cuadro 1.

LA CONCENTRACIÓN EN EL SECTOR DE EPN

Desde los años ochenta los principales grupos empresariales privados nacionales iniciaron un proceso de restructuración organizativa y tecnológica con el fin de afrontar la apertura de la economía y los consiguientes riesgos de una mayor competencia de las inversiones directas externas y de las importaciones de mercancías de las cuales habían estado protegidas durante más de 40 años.

Aprovechando la fortaleza financiera que adquirieron durante los años ochenta algunos de los mayores grupos fincaron su restructuración en dos procesos simultáneos: a) de alianzas estratégicas con capital externo, y b) de inversiones directas en Estados Unidos y en el área latinoamericana (principalmente en Centroamérica) con el fin de penetrar nuevos mercados.⁴

⁴ Jorge Basave, *Los grupos de capital financiero en México: 1974-1995*, México, El Caballito-IIEC-UNAM, 1996.

El resto de los sectores empresariales medianos y pequeños, por el contrario, han padecido desde entonces los estragos de una apertura demasiado rápida e indiscriminada en condiciones de baja productividad que arrastra una vocación productiva orientada de manera exclusiva hacia el mercado interno, tradicionalmente protegido. En estas condiciones la estructura exportadora del país es un fiel reflejo de la abismal diferenciación competitiva y financiera entre este sector y el de los grandes grupos empresariales.

Por otra parte es lógico que, a diferencia de las PE, aun las mayores EPN se encuentren todavía inmersas en una reestructuración productiva cuyos frutos no se han traducido en un nivel exportador suficiente para contrarrestar en la balanza comercial la avalancha importadora que sobrevino con la apertura.

Pero lo más preocupante radica en que no se han creado los encadenamientos productivo-exportadores necesarios para integrar a un número considerable de empresas de menor tamaño a las nuevas condiciones de competencia interna e internacional. Y, hasta el momento, tampoco se han tomado las medidas adecuadas de política económica integral para lograrlo, aunque en el mundo de los países en desarrollo existan ejemplos de políticas más consecuentes con este objetivo, como serían los casos de varios países asiáticos y en menor medida de Chile en América Latina.

Es evidente la creciente concentración en el interior de las EPN, donde en los últimos tres años se ha dependido de la actividad de entre 32 y 39 grupos empresariales para la generación de más de la mitad de sus exportaciones, hasta representar cerca del 62% de las mismas (cuadros 4 y 5). En cambio, el otro 38% lo están generando alrededor de 20 000 empresas, según los datos de la Secofi que contabiliza 25 000, incluyendo a las maquiladoras.

Sin embargo, su dinamismo es muy reciente: el aumento de las exportaciones de una muestra empresarial de 52 grupos que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, es decir, de las empresas privadas mayores y más dinámicas del país, no comenzó a cobrar importancia sino hasta 1993.

De 1993 a 1995 crecieron a tasas similares de las PE en su conjunto, y muy por encima de la media de las EPN (cuadro 2), de forma que representan el 52% del total de exportaciones de las EPN en 1993 al 61.7% en 1995. Exportan el 27.9% de todas las manufacturas no maquiladoras y ocupan el tercer lugar en la estructura exportadora nacional como conjunto de empresas, atrás de las maquiladoras y de las PE automovilísticas. En 1995 desplazaron de ese sitio a las exportaciones de Pemex. Ahora bien, este destacado conjunto de grupos empresariales en que se sustentan las exportaciones de las EPN muestra a su vez una gran concentración en su interior.

Como se observa en el cuadro 5, dicha concentración se ha agudizado en los últimos tres años y en 1995, aunque se han agregado siete nuevos grupos, los 13 mayores representan el 51.1% de las EPN. Mientras el conjunto de EPN pierden peso relativo frente a las EP, en su interior ganan peso relativo unos pocos grandes grupos empresariales (cuadro 5 y gráfica 2).

Un aspecto importante que se debe tomar en cuenta es que el dinamismo de la muestra empresarial considerada se debe más a los incrementos en los volúmenes de ventas de unas cuantas (que siempre han figurado) que a la incorporación de nuevas empresas. En 1990 se contabilizaron 31 grupos empresariales, en 1993 sola-

CUADRO 4
Exportadoras privadas nacionales (EPN), 1993-1995
(Millones de dólares)

	1993	1994	1995
Total EPN	9 886	11 434	16 045
Muestra¹	5 145	6 426	9 903
18 mayores	4 956	—	—
15 mayores	—	5 997	—
13 mayores	—	—	8 191
Resto EPN	4 741	5 008	6 142

¹ Número de empresas en la muestra, 1993: 32; 1994:34; 1995:34.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de la BMV y el cuadro 4.

CUADRO 5
Estructura de las exportadoras privadas
nacionales (EPN), 1993-1995

	1993	1994	1995
<i>Total EPN</i>	100.0	100.0	100.0
Muestra	52.0	56.2	61.7
18 mayores	50.1	—	—
15 mayores	—	52.4	—
13 mayores	—	—	51.1
Resto EPN	48.0	43.8	38.3

FUENTE: Misma del cuadro 4.

mente se había incorporado uno más y en 1995 encontramos 39 grupos; es decir, una incorporación promedio de menos de dos nuevas grandes EPN por año. Lo cual es sumamente desalentador, si tomamos en consideración que en la BMV, de donde obtuvimos nuestra muestra, cotizan 70 grupos industriales.

El mayor incremento de empresas de este conjunto (5) y el mayor crecimiento de volumen exportador (54.1%) ocurrió en 1995, mostrando que se trata de empresas con gran elasticidad en su respuesta a las variaciones en el tipo de cambio.

La entrada en vigor del TLC en 1994 no tuvo, por su parte, una repercusión inmediata en su desempeño exportador, que decreció con respecto al año inmediato anterior.

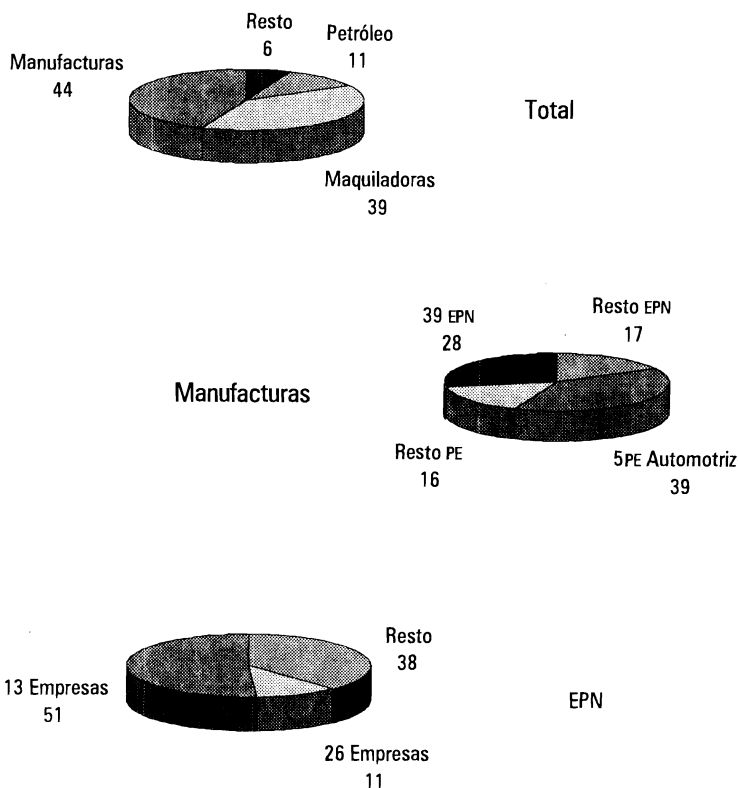
Para tener una certeza con respecto a la elasticidad de respuesta del conjunto de las EPN, y no sólo de la muestra, necesitaríamos conocer el número de nuevas empresas pequeñas y medianas que comenzaron a exportar (o incrementaron exportaciones) durante 1995. Es probable que dicho aumento se haya producido, aunque en cantidades por unidad empresarial muy reducidas, como en el caso de la rama textilera.

Sin embargo, la respuesta del resto de EPN en términos de valor absoluto no es tan contundente como la de la muestra, ya que aunque en ese mismo año crecieron 40.3%, se debió fundamentalmente al peso ponderado de las mayores empresas.

Como se observa en el cuadro 4, el resto de las EPN no pertenecientes a las empresas exportadoras privadas más grandes del país, tuvieron como conjunto un crecimiento muy por debajo de la media del subsector.

En 1994 crecieron a un raquítico 5.6%, casi cinco veces menos que la muestra, y en 1995, debido a la devaluación monetaria, lo

GRÁFICA 2
Estructura exportadora de México, 1995
(En porcentaje)



hicieron al 22.6%, pero de cualquier forma a menos de la mitad del crecimiento de la muestra.

Esto demuestra que producen manufacturas con una elasticidad respecto a la devaluación del tipo de cambio por debajo de la media del sector manufacturero no maquilador, pero a su vez más susceptibles de ser afectadas por alteraciones en la paridad real del peso, ya que durante 1994 la sobrevaluación del peso frente al dólar se estima que sobrepasaba el 20%, constituyéndose en un freno a sus exportaciones.

Debemos destacar de nuevo que esta debilidad que tan acentuadamente muestran los exportadores manufactureros nacionales de menor tamaño se asienta en un crítico atraso en sus niveles generales de productividad, en sus limitaciones financieras y en sus bajas capacidades de organización para competir en los mercados internacionales. Éste es uno de los mayores problemas nacionales respecto a su vinculación comercial con el exterior.

Debido a los factores enunciados el peso relativo de las EPN en las exportaciones totales se ha reducido más de diez puntos porcentuales en tres años (cuadro 5).

LA REDUCIDA ÉLITE DE EPN

Como ya mostramos, las exportaciones del conjunto selecto de mayores EPN comenzaron a mostrar dinamismo hasta 1993. Debido a la todavía incipiente penetración en los mercados internacionales durante 1990-1992 y a que sus ventas netas (internas y externas) lograron mantenerse en un rango de crecimiento anual promedio del 14% (a pesar de que ya se encontraban en franca declinación), la proporción de su producción destinada al exterior se mantuvo relativamente baja: en un promedio anual del 10.5% de las ventas totales (cuadro 6).

En 1993 y 1994 la persistencia en el abatimiento del mercado interno debido a la crisis de la economía mexicana y a un mayor

dinamismo exportador causó que el valor de las exportaciones de las mayores EPN tomadas en conjunto comenzara a alcanzar mayor relevancia en sus ventas totales para llegar a un 12.19% en 1994.

Durante ese año se hizo ya evidente que una forma de relativizar la crisis económica interna para estas empresas estaba en su capacidad de exportar aprovechando la paulatina desgravación debida a la entrada en vigor del TLC (gráfica 3).

Esta capacidad se vio apuntalada por la devaluación monetaria que permitió que sus exportaciones, medidas en pesos constantes de 1990, se incrementaran más de un 100% durante 1995, año en el que sus ventas al mercado interno cayeron un 10%, lo que revela la gravedad de la crisis mexicana y sus repercusiones, aun para este sector empresarial privilegiado del país (cuadro 6). Para el último año su producción colocada en el extranjero alcanzó el 24.08% del total.

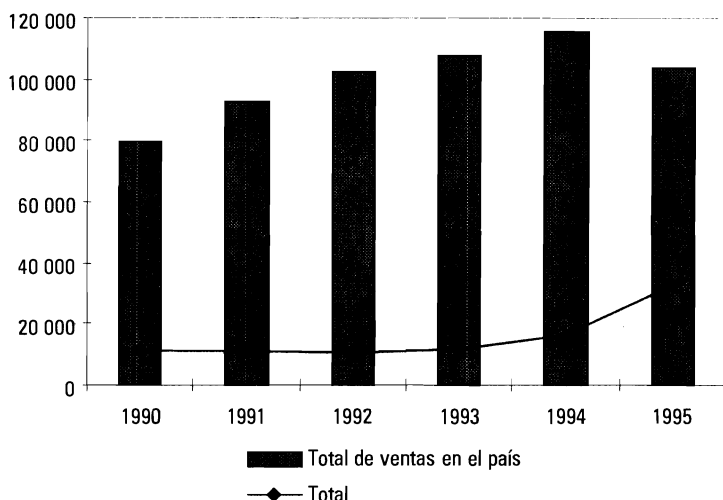
Esta tendencia tenderá a reforzarse en la medida en que persista la contracción del mercado interno, pero es importante insistir en que no debemos todavía sobrevalorar la vocación exportadora de este conjunto empresarial como un indicador absoluto de capacidad competitiva internacional sino analizarla en términos relativos a su desempeño global.

CUADRO 6
Vocación exportadora de la muestra empresarial.
Ventas al mercado interno y exportaciones
(Millones de pesos constantes de 1990)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
a) Total de ventas en el país.	79 460	92 460	102 599	107 511	115 361	103 505
b) Total de ventas en el exterior.	10 773	11 039	10 379	11 550	16 008	32 821
c) Total de ventas b/c (%)	90 233	103 418	112 978	119 061	131 369	136 326
	11.94	10.67	9.19	9.70	12.19	24.08

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de la BMV.

GRÁFICA 3
Vocación exportadora de la muestra empresarial
(Millones de pesos constantes de 1990)



FUENTE: cuadro 6.

Como pudimos ver es un reducido número de grupos empresariales el que mantiene el dinamismo exportador de las EPN y a él nos referiremos en seguida.

En el cuadro 7 puede verificarse la vocación exportadora de estos grupos y su evolución durante los años noventa. Al estratificar al conjunto encontramos un primer nivel de nueve grupos que colocaron en 1995 entre el 50 y el 83% de sus ventas en el exterior. Con tres excepciones se trata de grupos con una alta vocación exportadora desde 1990.

Cuatro pertenecen a las ramas de hierro, acero y otros productos metálicos (Tubacero, Tamsa, Camesa y Latinca). Estas empresas han disminuido particularmente sus ventas al mercado interno debido a la depresión de la construcción en México. Dos más son controladores (*holdings*) de grupos empresariales de origen y base minera, actualmente con una alta diversificación, por lo cual los

consideramos en la muestra manufacturera (San Luis y Peñoles).⁵ Syncro pertenece a la industria textil, TMM a transportes y comunicación y Cemex es la cementera más importante del país y de América Latina. El segundo nivel, en un rango de entre el 20 y el 50% de ventas al exterior, está conformado por 15 grupos, entre los que se encuentran varios de las mayores EPN (Alfa, Femsa, La Moderna, Desc, AHMSA y Cydsa). Por último, el tercer estrato lo forman 21 grupos, entre los que destacan, también por su volumen de exportaciones, Telmex, Vitro y Carso.⁶ A diferencia de 1990, cuando sólo nueve grupos exportaban más del 20% de su producción neta, en 1995 lo hacían 25 grupos, casi el triple.

En cuanto al desempeño en términos absolutos, el cuadro 8 nos permite identificar a los grupos empresariales que concentran las exportaciones de las EPN. En el conjunto aparecen cinco grupos que fueron los de mayor crecimiento exportador acumulado (superior al 500%) durante los primeros cuatro años del periodo en cuestión: dos de textiles (Syncro y Texel), una cigarrera (La Moderna), una de productos metálicos (Tuacero) y una cementera (Cemex).

Un dato relevante surge al añadir a los siguientes tres en grado de importancia, con lo que tenemos que cinco de los ocho que más crecieron pertenecen a actividades manufactureras tradicionales: textiles, cigarros y alimentos (Bimbo en harinas y pan y Femsa en cerveza). Pero las dos textileras pierden totalmente su dinamismo en 1995, careciendo de respuesta frente a la devaluación.

Grupos como Telmex (comunicaciones) y Vitro (vidrio y cristales) contaron con una gran ventaja al haber emprendido su modernización tecnológica con antelación al resto, en la primera

⁵ Grupo Industrial San Luis controla empresas en los sectores y ramas de minería, autopartes, comercio y hotelaría. Peñoles en minería, química, minerales no metálicos y comercio.

⁶ Aunque Carso es una de las controladoras de Telmex, las presentamos por separado debido al gran volumen exportador de la segunda y para poder diferenciarla en el sector de comunicaciones al que pertenece.

CUADRO 7
Vocación exportadora por grupo empresarial
Exportaciones/Ventas Netas (%)

<i>Grupo empresarial</i>	<i>1990</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>
Synkro	0.03	0.03	0.66	0.82
Sanluis	0.64	0.65	0.77	0.82
Tuacero	0.08	0.50	0.57	0.76
Tamsa	0.70	0.65	0.71	0.69
Camesa	0.56	0.43	0.42	0.67
Cemex	0.07	0.33	0.35	0.65
Latinca	0.07	0.16	0.18	0.55
Peñoles	0.55	0.39	0.40	0.53
Tmm	0.38	0.27	0.40	0.53
Autlan	0.59	0.43	0.46	0.47
Eaton	0.05	0.06	0.04	0.46
Texel	0.24	0.36	0.44	0.46
Cydsasa	0.23	0.22	0.27	0.42
Alfa	0.19	0.19	0.21	0.38
Jdeere	0.09	0.15	0.15	0.37
Ahmsa	n.d.	n.d.	n.d.	0.35
Desc	0.18	0.19	0.21	0.34
Moderna	0.00	0.03	0.04	0.33
Nacobre	0.13	0.13	0.13	0.33
Ich	0.15	0.10	0.14	0.32
Ica	0.15	0.05	0.07	0.32
Ponder	0.18	0.12	0.16	0.28
Tlevisa	n.d.	n.d.	n.d.	0.22
Femsa	0.03	0.03	0.11	0.21
Vitro	0.10	0.15	0.16	0.19
Gcarso	0.04	n.d.	n.d.	0.18
Sidek	0.03	0.02	0.03	0.16
Telmex	0.17	0.09	0.10	0.16
Gissa	0.29	0.28	0.15	0.14
Iem	0.07	0.03	0.05	0.11
Ttolmex	0.06	0.02	0.02	0.11
Oxy	0.02	0.01	0.00	0.08
Cegusa	0.02	0.00	0.02	0.07
Elektra	n.d.	n.d.	n.d.	0.06
Penwalt	0.02	0.01	0.01	0.06
Kimber	0.08	0.02	0.03	0.06
Crisoba	n.d.	0.00	0.00	0.04
Apasco	0.01	0.00	0.00	0.02
Bimbo	0.00	0.00	0.01	0.02

n.d. No disponible.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de la BMV.

CUADRO 8
Desempeño exportador de la muestra empresarial
Volúmenes de exportación y tasas de crecimiento
(Miles de dólares)

Volúmenes de exportación		Tasas de crecimiento(%)		
	1995	TCPA 90-94	TC 94/90	TC 95/94
Alfa	1 104 590	9.97	44.12	94.50
Gcarso	439 248	71.04	340.63	84.49
Desc	402 156	3.23	10.44	28.54
Gissa	55 391	-7.36	-40.26	-16.46
Aty	1 182	n.d.	n.d.	n.d.
Contal	459	n.d.	n.d.	240.00
Empresas diversificadas	2 003 026	8.98	40.71	74.57
Peñoles	768 385	-0.15	-4.75	3.70
Sanluis	183 308	10.46	n.d.	10.81
Autlan	43 548	-22.07	-66.35	58.81
Controladoras mineras	995 241	2.57	8.66	6.58
Femsa	442 879	64.61	299.57	105.26
Moderna	402 941	232.05	1585.04	880.03
Bimbo	29 443	69.73	299.96	206.22
Alimentos, bebidas y tabaco	875 263	57.78	352.89	228.43
Synkro	320 658	1294.18	7023.52	4.30
Texel	27 449	75.83	602.06	0.87
Textiles, prendas de vestir e industrias del cuero	348 107	339.28	3985.24	4.02
Crisoba	15 327	n.d.	n.d.	n.d.
Papel, productos de papel	15 327	n.d.	n.d.	n.d.
Cydsasa	313 484	10.39	47.27	39.41
Oxy	533	n.d.	n.d.	n.d.
Sustancias químicas, derivadas del petróleo	314 017	10.12	45.86	39.65
Cemex	1 723 445	415.77	932.82	62.13
Vitro	524 435	10.22	46.84	17.53
Ttolmex	63 623	-11.32	-40.42	169.85
Cegusa	18 535	97.62	93.60	165.35
Apasco	6 844	9.62	-36.49	557.44
Producción de minerales no metálicos	2 336 882	53.77	241.18	51.67
Ahmsa	369 177	32.59	n.d.	1400.84
Tamsa	263 632	6.86	7.49	30.38

Sidek	88 104	47.57	109.06	254.86
Tuacero	39 205	142.61	1078.58	-6.24
<i>Industrias metálicas básicas</i>	<i>760 118</i>	<i>11.98</i>	<i>44.18</i>	<i>159.03</i>
Camesa	61 490	-23.89	-69.36	245.55
Jdeere	35 854	10.32	44.21	49.93
Latinca	31 024	15.68	70.12	102.94
Ich	21 622	247.88	37.61	92.69
Eaton	5 541	16.83	17.07	146.27
<i>Productos metálicos, maquinaria y equipo</i>	<i>155 531</i>	<i>-5.87</i>	<i>-24.82</i>	<i>110.76</i>
Elektra	27 790	n.d.	n.d.	n.d.
Sanborn	113	n.d.	n.d.	n.d.
<i>Comercio, restaurantes y hoteles</i>	<i>27 903</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
Telmex	859 997	6.63	28.55	3.46
Tmm	393 395	27.41	85.58	39.70
Tlevisa	247 284	23.55	n.d.	34.15
Iusacel	803	n.d.	n.d.	n.d.
<i>Transportes, almacenamiento y comunicaciones</i>	<i>1 501 479</i>	<i>13.11</i>	<i>62.48</i>	<i>15.75</i>

TC: tasa de crecimiento anual.

TCPA: tasa de crecimiento promedio anual.

n.d. No disponible.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de la BMV.

mitad de los años ochenta.⁷ Tomando en consideración que compiten en mercados internacionales con empresas de gran capacidad tecnológica y financiera y de amplia experiencia, han mostrado una competitividad destacada manteniendo un crecimiento exportador estable del 7 y el 13 % anual respectivamente. Debe observarse que la mayoría de estos grupos empresariales han realizado asociaciones estratégicas con capital extranjero durante los años noventa, con lo que es de esperar que su capacidad competitiva se acreciente en el corto plazo.⁸

Al realizar un análisis por ramas encontramos que varios productos mostraron una gran elasticidad para responder a la devaluación monetaria de 1995. Éstos pertenecen principalmente a

⁷ En el caso de Telmex cuando aún era una empresa de control estatal; su privatización ocurrió en diciembre de 1990.

⁸ Véase al respecto Jorge Basave, *op. cit.*

las ramas de alimentos, minerales no metálicos (en estos casos se trata de cemento y concreto) y productos e industrias metálicas.

Precisamente en las ramas de productos e industrias metálicas se encuentran cuatro de los seis grupos que bajaron sus exportaciones de 1990 a 1994, probablemente afectados por la tendencia a la sobrevaluación real del peso durante ese periodo.

En el caso de las empresas de alta diversificación no se cuenta con datos suficientes para ponderar la diversidad de productos que exportan, pero es evidente, por ejemplo, que en los casos de Alfa, Gissa y Desc tuvo un peso considerable su exportación de motores y autopartes. La mayor concentración exportadora por ramas de actividad económica se encuentra precisamente en los grupos diversificados, en los minerales no metálicos (debido a la presencia de Cemex y Vitro) y en transportes y comunicaciones (por la presencia de Telmex).

LA BALANZA COMERCIAL Y SU DETERIORO RECURRENTE

Aunque no se encuentra entre los objetivos de este trabajo realizar un análisis detallado sobre la relación entre exportaciones e importaciones y el saldo comercial resultante, es imposible no hacer algunas breves consideraciones al respecto:

La actividad maquiladora impidió que los déficit comerciales de México, cuando ocurrieron, fueran de mayor gravedad. Sin embargo, por la propia naturaleza de la industria maquiladora y la limitada productividad industrial de país, los insumos nacionales (aparte de la mano de obra) en el valor agregado de aquélla no ha logrado rebasar el 2%. De esta forma, en las condiciones actuales el superávit comercial aportado por este sector, el más significativo para la economía nacional con un promedio anual de 4 987 millones de dólares de 1990 a 1995, no parece que pueda ser incrementado de manera relevante en el corto plazo. Si consideramos al total de importaciones de México, alrededor de un 76%

son de bienes intermedios. Éste es un porcentaje que se ha venido acrecentando progresivamente y que revela una grave insuficiencia estructural de la economía mexicana.

Afecta en especial a toda la producción manufacturera. Las excepciones sectoriales están en aquellos sectores y ramas cuya composición de valor tiene un alto contenido de insumos naturales, como es el caso de las mineras y las cementeras. Esta es una razón por la cual los aumentos en las exportaciones arrastran incrementos en mayor proporción que las importaciones. A cada periodo corto de crecimiento de la economía mexicana corresponde el inicio de una tendencia al deterioro de la balanza comercial que solamente se contrarresta con macrodevaluaciones.

En consecuencia, en los saldos en la balanza comercial del país, exceptuando a las maquiladoras, se presentaron déficit en 1991 de 11 330 millones de dólares (md); en 1992 de 20 667 md; en 1993 de 18 891 md, y en 1994 de 24 267 md. En 1995, en cambio, se presentó un superávit de 2 164 millones de dólares.

La gráfica 4 se refiere a la balanza comercial mexicana y la he tomado del *Informe Anual 1995* del Banco de México; ésta, por sí sola es muy elocuente sobre todo lo comentado. Vale la pena solamente destacar los efectos de la desgravación en el saldo deficitario de la balanza durante el año en que entró en vigor el TLC (1994).

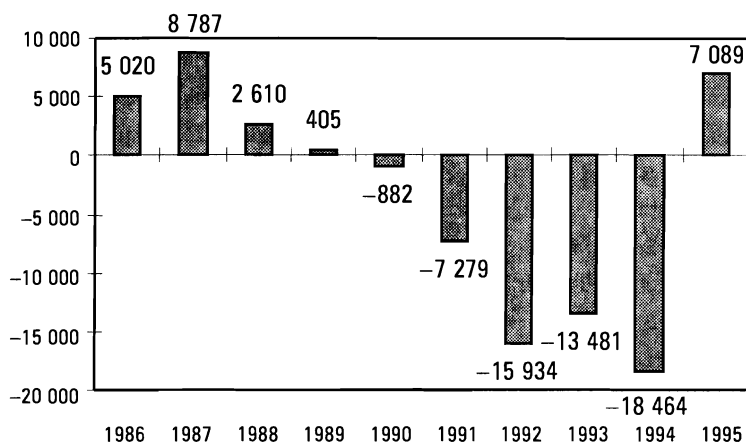
EL INSUFICIENTE RECURSO DE LA DEVALUACIÓN COMO PALANCA COMERCIAL

Durante la primera mitad de 1996 las exportaciones totales de México perdieron el gran dinamismo que mostraron en 1995 debido a los efectos devaluatorios.⁹

⁹ De una paridad en pesos por dólar de 3.4498 en noviembre de 1994 pasó a 5.3250 en diciembre, a 5.6950 en enero de 1995, 6.8175 en marzo, 7.1717 en octubre y 7.6425 en diciembre.

Al comparar los datos disponibles para enero-julio de 1996 con el mismo periodo del año anterior, crecieron en un 20.4%, es decir, ligeramente por encima de los resultados de 1994, pero a dos terceras partes del ritmo alcanzado en 1995 (cuadro 9). Si se contrastan los dos sectores de mayor peso y dinamismo en la estructura exportadora, observamos que la industria maquiladora conserva un crecimiento similar al del año inmediato anterior y a

GRÁFICA 4
Saldo de la balanza comercial, 1986-1995
(Millones de dólares)



FUENTE: Banco de México, *Informe Anual 1995*.

CUADRO 9
Exportaciones mexicanas. Datos recientes
(Periodo enero-julio, millones de dólares)

	1995	1996	Variación %
Total	44 467	53 522	20.4
Maquila	17 059	20 132	18.0
Manufactura	19 181	24 367	27.0

FUENTE: INEGI, *Estadísticas económicas y Balanza comercial de México*, septiembre de 1996.

su promedio de 1990-1995. Es en cambio el sector manufacturero en su conjunto el que pierde dinamismo al crecer en un 27% en comparación con el 46.9% logrado durante 1995.

Cuando analizamos los subsectores o ramas de actividad que conforman las manufacturas encontramos un panorama todavía más desalentador para las EPN y una confirmación del dinamismo de las PE. Por una parte, la exportación de automóviles, que cubre cerca del 70% de las PE, creció al 43.9%; las de computadoras y otros aparatos de comunicación electrónica al 64.5 y 77.6%, respectivamente, y la de aparatos e instrumentos eléctricos al 52.4% (cuadro 10).

Si se considera la ponderación de los distintos rubros en la estructura exportadora del país y los datos del cuadro 10 como aproximados pero suficientemente representativos de las PE, sólo podemos deducir que durante los primeros siete meses del año las exportaciones de las EPN crecieron por debajo del 27% del conjunto de las manufacturas. Muy posiblemente lo hicieron a un ritmo de entre el 15 y el 20%, lo cual se compara de modo muy desfavorable con el 40.3% de 1995.

Esto quiere decir que, o bien las EPN aún no cuentan con la capacidad de producción instalada para responder a incrementos

CUADRO 10
Exportaciones por productos seleccionados con presencia
absoluta o mayoritaria de PE. Periodo enero-julio
(Millones de dólares)

	1995	1996	Variación (%)
Automóviles para transporte de personas	4 055.0	5 835.0	43.9
Maquinaria y equipo para industria:			
Procesadores de información	834.0	1 372.0	64.5
Otros aparatos e instrumentos eléctricos	1 212.0	1 847.0	52.4
Maquinaria y aparatos para comunicación electrónica	1 34.0	238.0	77.6

FUENTE: INEGI, *Estadísticas Económicas y Balanza comercial de México*, septiembre de 1996.

de la demanda externa (lo cual es poco probable debido a la caída de la demanda interna), o bien se está evidenciando la insuficiencia de competitividad por falta de productividad, calidad y/o penetración internacional.

De ser así estaríamos ante un panorama crítico en lo inmediato, ya que la demanda externa por sus manufacturas sólo presenta respuestas fuertes a las modificaciones en el tipo de cambio y éstas serían de muy corta duración. Los efectos devaluatorios como palanca de la exportación se esfuman con rapidez pero aleatoriamente afectan a toda la economía.

Por otra parte es muy importante advertir que precisamente en julio de 1996 la balanza comercial del país, exceptuando a las maquiladoras, presentó por primera vez desde hace 18 meses (febrero de 1995) un saldo negativo de 132 millones de dólares. Esto nos confirma la tendencia perversa de la economía mexicana en sus condiciones actuales, ya que cada vez que se emprende un ciclo corto de crecimiento aparece un deterioro de la balanza comercial.

Muy probablemente la balanza comercial durante los últimos dos meses del año se vea beneficiada con una moneda que al mes de noviembre gire alrededor de los ocho pesos por un dólar, pero también posiblemente sus efectos no sean duraderos.

CONCLUSIONES

En este trabajo estamos en posibilidad de sacar algunas conclusiones, aunque sean preliminares, sobre el estado actual del "proyecto" exportador nacional y sus perspectivas más inmediatas:

El impulso exportador observado en los últimos cinco años se debe principalmente al peso en la estructura exportadora del país de la industria maquiladora y al dinamismo de las plataformas de exportación de capital extranjero.

Adicionalmente, la industria maquiladora es el sector industrial

que más ha contribuido en los saldos positivos de la balanza comercial mexicana.

La inversión directa externa y la industria maquiladora (fundamentalmente extranjera) son factores indudables de crecimiento y empleo, pero con respecto a la balanza comercial del país la primera redundará positivamente a largo plazo siempre y cuando integre en sus cadenas productivas insumos nacionales y no sólo aprovechen las ventajas de un costo de mano de obra barato.

Existe un sector exportador dinámico de grupos empresariales privados nacionales, pero tiende a concentrarse cada vez más y parece haber perdido fuerza durante 1996. La dinámica de este reducido sector empresarial tiene muchas probabilidades de acelerarse a mediano plazo una vez que maduren las aportaciones de capital, tecnología y *know-how* producto de las asociaciones estratégicas realizadas en lo que va del decenio.

De igual forma deberán redundar positivamente la penetración de mercados extranjeros en el área latinoamericana, en Estados Unidos y en menor medida en Europa con base en las inversiones directas que están realizando en el exterior estos grupos empresariales.

Los resultados exportadores más recientes parecen indicar, en cambio, que en el corto plazo, salvo las excepciones de un puñado de grandes grupos empresariales privados nacionales, el resto del sector privado no tiene capacidad de lograr incrementos significativos de exportaciones manufactureras.

El uso de la paridad cambiaria con respecto al aliento exportador es un recurso a todas luces insuficiente y con resultados que se desvanecen rápidamente debido a factores estructurales de la economía mexicana.

La elevada concentración de exportadores no representa un fenómeno exclusivo de México en América Latina. Sin embargo, tomando en consideración que México es actualmente el país del área con el mayor dinamismo exportador y que desde hace más de diez años aplica una política de fomento al sector externo, resulta

preocupante comprobar la evolución de una marcada tendencia hacia el acentuamiento de dicha concentración.

El esfuerzo nacional y la política económica debe ser integral y dar un giro hacia el apoyo a la mediana y pequeña empresa susceptible de sustituir importaciones e integrarse a cadenas productivas para la exportación. Para esto deben abordarse aspectos como el financiero, en el que estos sectores cargan con el peso de costos crediticios agobiantes debido a la excesiva protección que se ha otorgado en México a la banca comercial privada.

Igualmente deben promoverse sinergias administrativas en las áreas de información, mercadotecnia e investigación y desarrollo (ID) por ramas de actividad económica.

La política económica gubernamental, que tan rápida y decididamente ha apoyado desde hace 14 años a los mayores grupos empresariales privados del país para que afronten la apertura económica y se proyecten al exterior, camina a paso de tortuga en la instrumentación de mecanismos de fomento al resto de los sectores empresariales.

Los objetivos del proyecto, aunque plausibles, son incongruentes con el contexto interno, el cual no se está apreciando debidamente y por tanto la integración a las nuevas condiciones de competencia que exige el desarrollo de la economía mundial parece destinada a generar un círculo vicioso de avances y retrocesos que generan un gran desgaste empresarial y un pernicioso desaliento social.

Esta ceguera ante la realidad de sectores atrasados productivamente, inconexos y, por si esto fuera poco, víctimas además de la voracidad bancaria, deja de considerar que se convierten en cuellos de botella para el crecimiento económico nacional y un detonador del desempleo, la pobreza y la violencia social.

Hasta el momento el proyecto de un modelo de mercado en el que el crecimiento dependa exclusivamente de la inversión extranjera y la capacidad de arrastre de unos cuantos grupos empresariales privados no ha tenido consistencia ni el éxito anunciado.

QUINTA PARTE

DEUDA EXTERNA Y ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

HACIA UNA SOLUCIÓN DEFINITIVA AL PROBLEMA DE LA DEUDA EXTERNA: UNA PROPUESTA

Ifigenia Martínez

El gran problema de la década de los ochenta, no resuelto todavía en la actual, fue el compromiso de cubrir el servicio de una deuda externa que rebasó la capacidad de pago del sector externo de los países en desarrollo altamente endeudados.

La responsabilidad de la comunidad internacional y de los gobiernos afectados es abordar el asunto con un enfoque visionario y justo, que dé impulso a medidas que permitan una solución casuística y, al mismo tiempo, sea aplicable en el ámbito multilateral; que fortalezca a las instituciones involucradas y que responda a los intereses nacionales de los países endeudados, en especial de América Latina y África, partes principales del conflicto.

Nos referiremos, en adelante, solamente al problema de la deuda histórica de América Latina. Calculada en más de 500 000 millones de dólares, su servicio constituye una carga intolerable sobre las balanzas de pagos, una merma de reservas internacionales y una desviación del ahorro interno incompatible con la sana recuperación de la economía del área.

Al estallar la crisis de pagos, en 1982, atribuible en buena parte al alza sin precedente de las tasas internacionales de interés, los círculos de decisión le dieron un enfoque equivocado al pretender que se trataba de un problema de liquidez, susceptible de resolverse con medidas de ajuste a corto plazo. No se quiso ver que constituía un problema estructural profundo de insolvencia finan-

ciera del sector público. Se soslayó que, siendo éste el principal agente económico de las sociedades latinoamericanas y colocado en una situación fiscal precaria, no podría cumplir con las obligaciones contraídas, ni aun reduciendo drásticamente la inversión y el gasto públicos. Los intentos por sustituir la función promotora del Estado por la de la iniciativa privada han probado ya su insuficiencia. Así se condujo a la economía a una severa recesión y se agravó la pobreza de las clases populares en América Latina.

Las subsiguientes renegociaciones de la deuda externa evitaron la moratoria (definida como la incapacidad formal de cumplimiento), pero no la suspensión múltiple de pagos, a la cual han recurrido casi todos los deudores, ya sea en forma unilateral o convenida con los acreedores. El Plan Baker cayó dentro de esta óptica y fracasó como solución duradera, en parte por la renuencia de la banca privada para otorgar mayores préstamos a deudores insolventes.

Lo que ha quedado claro en 14 años de ajustes recesivos y sucesivas renegociaciones —que significaron una transferencia de 250 000 millones de dólares por parte de América Latina— es que el pago del servicio de la deuda externa es incompatible con los objetivos nacionales del desarrollo. Éstos son, entre los principales:

- Crecimiento sostenido del producto interno bruto.
- Estabilidad del nivel de precios.
- Defensa de las monedas nacionales.
- Distribución equitativa del ingreso.
- Suficiencia alimentaria y elevación del ingreso rural.
- Industrialización.
- Construcción de una infraestructura productiva básica.

La segunda crisis de la deuda se presentó en México cuando, a finales de 1994, atemorizados por los cuantiosos déficit de la balanza comercial, dejaron de entrar capitales de corto plazo y, por lo mismo, el país estuvo en peligro de incumplir sus compro-

misos financieros. En cuestión de semanas, se movilizaron 50 000 millones de dólares en créditos de emergencia. Este paquete se constituyó con créditos del FMI, del Gobierno de Estados Unidos y otros organismos multilaterales, y tuvo como finalidad que México cumpliera sus compromisos de corto plazo y recuperara gradualmente el acceso a los mercados financieros. Esto se logró a costa de una drástica devaluación y de un incremento de 19.1% de la deuda externa mexicana en 1995, por lo que en el futuro se requerirá de una mayor disponibilidad de divisas para cubrir los compromisos con el exterior, máxime que para financiar los vencimientos de la deuda y extender sus plazos el gobierno mexicano ha tenido que aceptar aumentos significativos en el costo del crédito.

Se debe reconocer que en las condiciones actuales no es posible pagar y crecer. El proceso del desarrollo de América Latina, desde los años cincuenta, se ha visto limitado por una escasez de divisas (la “restricción externa”) y por la mala distribución del ingreso. Esta última es consecuencia de la operación de las leyes del mercado y del autoritarismo de regímenes políticos que permiten la coexistencia de una pobreza masiva con crecientes privilegios de una oligarquía trasnacionalizada. Durante la década de los ochenta, las diferencias en el ingreso se agudizaron no sólo entre países, sino entre las clases de un mismo país. Ésta es la cosecha de las políticas neoliberales que predominaron en la década pasada y aún persisten.

El Plan Brady, si bien reconoce que el problema de la deuda externa de los países en desarrollo requiere de reducciones o quitas de capital y de intereses, es insuficiente, costoso y de aplicabilidad limitada. En el caso de México continúa siendo excesivo el pago de los intereses; la balanza de pagos sólo logra el equilibrio con recesión, y se recurre a nuevos préstamos externos sin haber resuelto el problema de las altas tasas internas de interés, que desalientan la inversión, premian la especulación y encarecen el servicio de la exorbitante deuda interna.

La falla de no reconocer la corresponsabilidad que atañe a los gobiernos de los principales países acreedores debe vencerse con la firme voluntad política de un grupo de vanguardia de líderes de opinión y de gobiernos de los países acreedores y deudores que planteen y fundamenten una solución ajustada a las normas del derecho internacional, no necesariamente escritas pero reconocidas en el área de la cooperación económica internacional.

Se demanda un replanteamiento del tema en una Comisión *ad-hoc* Norte-Sur que lleve un planteamiento de lineamientos generales a los foros especializados de las Naciones Unidas. Una idea semejante había tomado cuerpo con los auspicios de la señora Índira Gandhi. La propuesta podría considerarse en una reunión extraordinaria del Comité Interino del Fondo Monetario Internacional y del Comité de Desarrollo del FMI-Banco Mundial. El objetivo de dicha reunión sería considerar:

1] La potencialidad de crecimiento y la capacidad de pago externo de los países deudores con objeto de fijar el valor real de su deuda externa y estar en posición de enfrentar los nuevos desafíos y oportunidades presentes en un mundo multipolar e interdependiente, con perspectivas de ampliación del comercio y la producción mundiales y de fortalecer la economía y la democracia participativa en todo el Continente Americano.

2] La banca acreedora debe absorber una parte equitativa de las pérdidas, determinadas por los gobiernos deudores sobre la base de su capacidad individual de pago, la cual debe reflejar la rentabilidad real de sus fuerzas productivas como fuentes generadoras de divisas.

3] Los gobiernos acreedores, algunos de los cuales también son deudores, como Estados Unidos, deben apoyar medidas que no recaigan en sus contribuyentes, sino en la potencialidad productiva de la economía internacional. Hay evidencia de que se han realizado enormes transferencias de recursos sin haber ocasionado un desastre financiero; tales son los casos de los tipos de

cambio flotantes, los altibajos, los precios del petróleo y la sobrevaluación del dólar en la era Reagan, entre otros. Los gobiernos acreedores comprarían la deuda descontada mediante una emisión especial de derechos especiales de giro (DEG) del FMI, con una baja tasa de interés real (por ejemplo, del 3 al 4% anual), respaldada con el oro en poder de esa institución.

4] Las instituciones financieras internacionales se harían cargo de las operaciones de reducción significativa de la deuda externa. Al efecto se puede abrir una ventanilla especial en el FMI para que los gobiernos de los países industrializados puedan comprar la deuda descontada a las instituciones acreedoras. De esta manera, los bancos o instituciones que desearan recuperar su liquidez podrían ir vendiendo su cartera a los gobiernos acreedores y compensar fiscalmente las pérdidas a su conveniencia. Esta pérdida fiscal sería el único costo “real” de la operación de conversión de deuda privada a pública. Los deudores recuperarían su capacidad de sujetos de crédito internacional de un solo golpe.¹

5] Los gobiernos deudores en desarrollo pagarían en moneda nacional su deuda descontada en poder del FMI con cargo a la cuenta de los gobiernos de los países industrializados. Por tanto, la operación no es una condonación. Se trata de que el FMI actúe como banco central y emita una suscripción de DEG para redescantar la deuda a los gobiernos acreedores y que el FMI recupere los créditos cuando los gobiernos de los países industrializados cobren a los deudores en moneda nacional y paguen en su propia moneda. La moneda de los deudores la utilizarían los países acreedores para financiar gastos internos de proyectos de cooperación económica internacional, de construcción de infraestructura básica y de mejoramiento ambiental, pre-

¹ En el caso de América Latina, la deuda de 580 500 millones de dólares, descontada a su valor real —que según el SELA es del 25%, y según algunas cifras del mercado del 50%— significaría un monto de 290 000 millones de dólares, cantidad perfectamente manejable en el FMI y susceptible de suscribirse por los gobiernos de los países acreedores u otros.

servación de los bosques tropicales, lucha contra la desertización, descontaminación de corrientes, etcétera.

6] Los gobiernos acreedores pueden utilizar sus asignaciones presupuestarias para proyectos de ayuda oficial al desarrollo y pagar al FMI el saldo de la deuda descontada que ellos pagaron a los acreedores institucionales por cuenta de los deudores (véase el diagrama 1).

7] Con toda firmeza deben evitarse medidas que signifiquen una interferencia en los sistemas económicos internos de cada país, que en forma autónoma y soberana deben decidir su grado de apertura, su combinación entre propiedad estatal, privada y mixta, y entre inversión nacional y extranjera. Los actuales criterios de "condicionalidad" deben sustituirse por estimaciones de potencialidades de crecimiento y generación de empleos.

8] Debe eliminarse el uso de *swaps*, esto es, intercambios compensados de deuda improductiva por activos productivos, que frecuentemente sirven para que los intermediarios obtengan ganancias muy altas sin contribuir a superar la insolvencia financiera externa de los gobiernos deudores.

La estrategia aquí planteada no sólo podría resolver el problema de la excesiva deuda externa de América Latina y África, sino que también puede ser un camino viable para otros pueblos del Tercer Mundo, ubicados en otros continentes.

CUADRO 1
Deuda externa de los países en desarrollo, 1985-1996
(Miles de millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ^a
Países en desarrollo												
<i>Total</i>	940.2	1 033.8	1 156.5	1 166.3	1 195.5	1 273.7	1 359.2	1 439.8	1 571.2	1 704.7	1 852.1	1 934.2
África	144.3	167.5	203	204.9	212.7	223.9	234.7	235.4	246.7	256	277.9	288.1
América	367.2	380.9	426.7	415.5	416.7	437.8	452	472	502	549.6	580.5	604.8
Asia	249.4	281.8	317.6	327.8	335.4	368.9	414.9	455.6	518.6	582	659.8	703.6
Oriente Medio y Europa	179.4	203.6	209.3	218.1	230.6	243.2	257.6	276.8	303.9	317.1	333.9	337.7
 Servicio de la deuda	126.9	130.7	131	137.7	134.4	146.2	171.3	175.5	186.1	207.4	231.9	219.1
África	21.2	19.4	23.8	21.4	24.3	26.9	27.7	32.2	27.6	26.8	32.5	33.2
América	52.2	49.9	46.4	55.3	44.4	47.4	70.3	69	75.6	81.5	90.6	74.5
Asia	33.5	39.3	46.8	44.4	48.3	48.4	49.1	54.9	62.9	65.6	77.1	84.2
Oriente Medio y Europa	19.7	22.1	14	16.6	17.4	23.5	24.2	19.4	20	33.5	31.7	27.2

^a Estimación.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, mayo de 1993 y octubre de 1995.

Cuadro 2
Servicio de la deuda de los países en desarrollo: escenario de referencia a mediano plazo
(Porcentaje de la exportación de bienes y servicios)

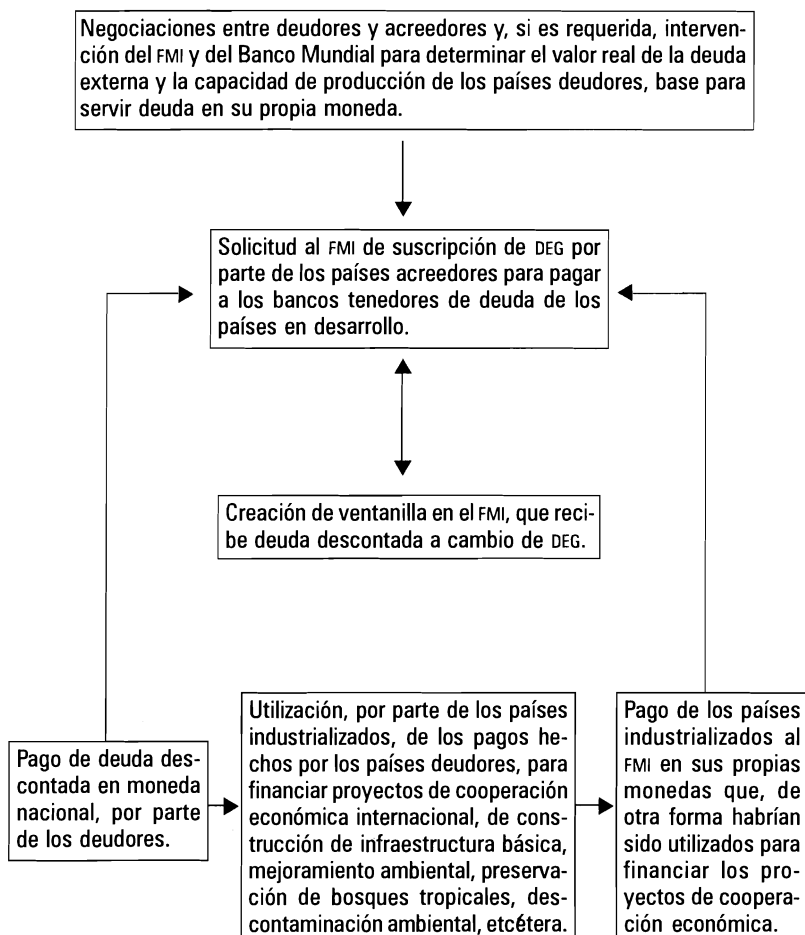
	1984	1988	1992	1993	1994	1995	1996	2000
<i>Países en desarrollo</i>								
Pagos del servicio de la deuda	19.8	17.8	15.3	15.2	15	14.4	12.3	9.5
Pagos de intereses	11.6	8.7	6.1	5.9	5.6	6.2	5.8	3.9
Amortización	8.2	9.1	9.2	9.3	9.4	8.2	6.5	5.5
<i>África</i>								
Pagos del servicio de la deuda	26.3	27	34.1	30.2	28.9	31	29.5	24
Pagos de intereses	10.8	12.3	11.9	11.8	11.3	10.3	13.8	10.4
Amortización	15.5	14.7	22.2	18.4	17.6	20.7	15.7	13.6
<i>América</i>								
Pagos del servicio de la deuda	46.3	42.2	40.3	41.4	39.4	37.9	29	25.5
Pagos de intereses	31.5	23.7	14.3	14.5	13.7	18.2	16.2	11.2
Amortización	14.8	18.4	26	26.9	25.7	19.7	12.9	14.3
<i>Asia</i>								
Pagos del servicio de la deuda	12.2	10.7	8.1	8.4	7.5	7.4	7.2	5.6
Pagos de intereses	6.7	4.8	3.7	3.4	3.2	3.1	2.9	2
Amortización	5.5	6	4.5	5	4.3	4.3	4.3	3.6
<i>Oriente Medio y Europa</i>								
Pagos del servicio de la deuda	9.2	11.2	9.4	9.9	16.1	14.2	11.8	7.8
Pagos de intereses	4.9	4.4	4.6	4.9	5.3	5.8	5.3	4.1
Amortización	4.2	6.8	4.8	5	10.8	8.4	6.5	3.6

FUENTE: FMI, *World Economic Outlook*, octubre de 1995.

DIAGRAMA 1
Solución definitiva al problema de la deuda

<i>Fases</i>	<i>Gobiernos deudores</i>	<i>Instituciones acreedoras</i>	<i>Instituciones, FMI, bancos centrales</i>	<i>Gobiernos de países industrializados</i>
1. Determinar el valor real de la deuda externa.	Estimar la rentabilidad del sector externo y las posibilidades futuras de servir la deuda en su propia moneda.	Negociar y aceptar el valor real de la deuda pagadera en la moneda que fue contratada.	Ayudar, si el FMI es requerido, a estimar el valor real de la deuda y la rentabilidad del sector exportador de los deudores.	
2. Crear un fondo en DEG para pagar a los acreedores el valor descontado de la deuda.	Quedan liberados del pago de la deuda externa. Ésta se convierte a moneda nacional.	Cobran, a su conveniencia, para reconocimiento fiscal de pérdidas, los saldos de la deuda .	Crean una ventanilla para pagar la deuda con las nuevas asignaciones de DEG a los gobiernos de los países acreedores.	Solicitan suscripción de DEG al FMI para el pago definitivo de la deuda a los acreedores.
3. Los gobiernos deudores pagan la deuda en moneda nacional.	Diseñan paquetes de infraestructura, mejoramiento del ambiente, capacitación de recursos humanos con la cooperación económica y técnica de los gobiernos acreedores y se paga en moneda nacional.		El BM presta dinero fresco al gobierno deudor para pagar los gastos en divisas. Nueva deuda institucional. Se abandonan los requisitos de condicionalidad.	Con las asignaciones presupuestarias para Asistencia Oficial para el Desarrollo (AOD), pagan los créditos al FMI. Destinan el pago de los deudores en moneda nacional a financiar los gastos locales de los nuevos proyectos de cooperación económica.

Diagrama 2
Propuestas de solución definitiva al problema de la deuda



LAS REMESAS DE LOS EMIGRANTES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO REGIONAL EN ZACATECAS

*Rodolfo García Zamora**

LA CRISIS ECONÓMICA Y EL DESARROLLO SOCIAL

Después de cuatro decenios en que México ha estado pugnando por formular una estrategia de desarrollo económico que compagine el crecimiento de las variables macroeconómicas con un aumento en el bienestar de la población que se materialice en la superación del atraso económico y social, dicho objetivo no se ha logrado, y ahora, en 1996, al sufrir una más de las crisis económicas recurrentes de la deuda externa, se reducen los recursos financieros orientados para el desarrollo regional y social, cuando se destina una parte creciente de ellos al pago del servicio de una cuantiosa deuda externa. En este entorno, crece la polarización económica y social entre las diferentes regiones de México y la necesidad de contar con nuevas opciones para el financiamiento del desarrollo regional y social del país.

Es así como en los últimos años las remesas de los emigrantes zacatecanos en Estados Unidos se han estado utilizando para financiar diferentes proyectos de desarrollo social que podrían convertirse en mecanismos para financiar proyectos productivos que reduzcan la polarización social y la emigración misma, fenómeno que constituye el objetivo de este trabajo.

* Facultad de Economía, Universidad Autónoma de Zacatecas.

EMIGRACIÓN E INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL EN MÉXICO

Una preocupación constante de los gobiernos de México y Estados Unidos, de políticos y de la opinión pública, de académicos y de comunicadores, es el volumen de la migración a Estados Unidos y sus repercusiones en las zonas de origen. Este fenómeno, como sabemos, ha estado presente en la vida social de nuestro país desde hace más de cien años, aunque en particular han sido zonas específicas del país donde se ha presentado con mayor intensidad. En efecto, el centro occidente ha sido la gran región tradicional de la migración a Estados Unidos. En Jalisco, Michoacán, Zacatecas, Guanajuato, Aguascalientes y Querétaro miles de familias han vivido con la emigración presente diariamente durante varias generaciones. Esto ha afectado de diversas maneras la vida cotidiana de pueblos, rancherías, ciudades, villas y municipios; sin embargo, los efectos no han sido homogéneos. La historia particular de la emigración en cada lugar ha sido determinante para definir los flujos migratorios, el perfil sociodemográfico del emigrante, su inserción laboral en Estados Unidos, la formación y consolidación de redes sociales, el papel de las remesas en las economías nacionales y regionales, el efecto cultural y demográfico en las zonas de expulsión, etcétera.¹

Una de las facetas más importantes de los vínculos entre la migración internacional y el desarrollo económico de México, y en particular de las diversas regiones del país, está constituida por las remesas (o transferencias unilaterales) enviadas a México por los migrantes mexicanos en el extranjero. El monto de las mismas, su distribución geográfica según la ubicación de los destinatarios en México, y su uso para el consumo, el ahorro o la inversión son de vital importancia para analizar el fenómeno.

¹ Gustavo López Castro y Sergio Zendejas Romero, "Migraciones internacionales y sus efectos regionales", en *Desarrollo regional y urbano. Tendencias y alternativas*, México, Juan Pablos, 1995, p. 26.

Los estudios sobre las remesas enviadas a México por los inmigrantes mexicanos en Estados Unidos son tan viejos como las investigaciones sobre esta emigración al vecino país del norte. Entre los múltiples y recientes estudios al respecto, los resultados de Lozano [1993], con 3 371 millones de dólares, representan, junto con los del Banco de México [1991], de 1 852 millones de dólares anuales, un avance significativo con relación a las anteriores estimaciones. A primera vista parecería marginal la importancia de las remesas para el conjunto de la economía mexicana. En 1990 sólo representaron el 1.5% del producto interno bruto (PIB) del país. Sin embargo, su importancia relativa se aprecia mejor al compararlas con otros indicadores económicos. En ese mismo año, el total de las remesas fue superior al de las exportaciones agropecuarias del país y al de la inversión extranjera directa (IED), e igualó a los ingresos por turismo.²

La marcada concentración de las remesas en algunos estados del país resalta la importancia de dichos fondos para algunos de ellos, como Michoacán, Jalisco, Guerrero y Zacatecas. Lo más sorprendente no es su gran importancia, sino que con la excepción de este último, parece que en ningún otro estado del país se cuenta con políticas públicas encaminadas a dirigir buena parte de las remesas hacia proyectos de desarrollo económico y de obras públicas.

Por lo que se refiere al efecto económico regional de las remesas, éste depende tanto del monto de las transferencias como del uso que se haga de ellas y del grado de integración económica de las diversas regiones. En los trabajos en que se estudia dicho efecto tomando como referencia al conjunto de las familias rurales que reciben remesas de Estados Unidos, es una constante encontrar que los dólares se gastan principalmente en bienes de consumo y servicios, sobre todo de salud [Dinerman, 1982; González y Escobar, 1990; Cornelius, 1990; López, 1986; Arroyo, 1993]. La parte que se destina a la inversión se dedica, en la gran mayoría de

² *Id.*, p. 33.

los casos, a la construcción, ampliación o mejoramiento de casas habitación. En general, son muy pocos los casos encontrados en los que las remesas se utilizan sustantivamente para inversiones agropecuarias o comerciales [Reichert, 1981; Mines, 1984; Wiest, 1979 y 1984; Fernández, 1988]. Sin embargo, señalan Gustavo López y Sergio Zendejas, que si nos fijamos en el conjunto de los establecimientos comerciales de las localidades rurales estudiadas, ya es mucho más frecuente encontrar casos en que las remesas fueron la base para iniciar un negocio o ampliarlo. Si el conjunto de referencia es el de los agricultores, los resultados son muy heterogéneos, pero la variación en la importancia de las remesas en el financiamiento de la producción agropecuaria o la compra de tierras se deben principalmente a las diferentes condiciones estructurales de la región y de la localidad estudiada, así como de su ubicación dentro de la región. Es decir, no basta con tener los bolsillos llenos de dólares para que un campesino se convierta en un empresario agropecuario, o para que un jornalero se transforme en un comerciante de agroquímicos. Es indispensable que existan las condiciones locales y regionales que hagan que dichas inversiones sean rentables y atractivas frente a otras alternativas de uso de las remesas.³

Otro tipo de obras que muchas veces son financiadas de manera directa o indirecta con remesas, aunque sólo sea parcialmente, son diversas obras públicas, como drenaje, pavimentación de calles, construcción de puentes, etc. [Gildring, 1990; Reicher, 1981; Massey *et al.*, 1987]. Para este tipo de obras, así como para el financiamiento de las fiestas locales y regionales más importantes, es común encontrar diversas formas de organización para solicitar la cooperación de los emigrantes, aun en casos en que se encuentren dispersos en distintas zonas de Estados Unidos. En algunos casos, los emigrantes de determinados pueblos o estados del país están muy bien organizados en el norte, forman clubes o asociaciones civiles, que entre sus fines está el financiar proyectos

³ *Id.*, p. 37.

para el desarrollo de sus comunidades de origen, por ejemplo la construcción de clínicas o centros de salud, así como de iglesias, constitución de programas de becas escolares para niños y jóvenes, etc. Este tipo de organizaciones existen entre migrantes michoacanos, zacatecanos, oaxaqueños, poblanos, etc. [Smith, 1991; Goldring, 1992].

Otra dimensión sumamente importante del efecto de las remesas en el desarrollo regional se refiere a la dinamización y hasta la creación de mercados regionales. Este último caso extremo es el de los mercados de dólares (en billetes y documentos) en muchas ciudades provincianas rodeadas de los llamados “pueblos de migrantes”. Sobre las posibilidades de una distribución geográfica de nuevas inversiones, Gustavo López y Sergio Zendejas consideran que, al menos en el centro-occidente del país, cualquier propuesta encaminada a generar inversiones productivas por parte de los mismos migrantes o a frenar la emigración de fuerza de trabajo mediante la creación local y regional de empleos tiene que enfrentar la enorme dificultad que representa el “imán” de un diferencial de salarios de entre siete y diez a uno entre Estados Unidos y México. Vale decir que no nada más será necesario crear empleos regionalmente, sino que a éstos les correspondan salarios considerados competitivos internacionalmente por los mismos emigrantes y sus familiares. Prueba de esta dificultad es que el desarrollo de la industria en ciudades de la región no ha contribuido de manera significativa a frenar la emigración internacional, salvo en donde se da un vigoroso proceso de industrialización como en San Juan del Río, Querétaro, y la ciudad de Aguascalientes. Sin embargo, estos últimos casos son aislados. Es indispensable contar con una política de desarrollo regional. Su ausencia es sorprendente, dado el contexto de expectativas de flujos de inversiones extranjeras con base, principalmente, en el Tratado de Libre Comercio.⁴

⁴ *Id.*, p. 39.

ZACATECAS: ATRASO ECONÓMICO Y EMIGRACIÓN PERMANENTE

El dominio de las actividades primarias en la economía zacatecana, en especial las agropecuarias, que en 1994 representaban el 23% de la población económicamente activa del país y el 8% del PIB y que en el caso de Zacatecas representaban el 38 y 50%, respectivamente, la creciente importancia del sector servicios y el escaso peso de las actividades manufactureras nos permiten caracterizarla por los siguientes rasgos:⁵

1] Desarticulación de sus principales regiones y actividades económicas (en contraste con la articulación de algunas de sus regiones de las zonas de Los Cañones, norte y sur del estado, con las economías de los estados vecinos de Jalisco, Coahuila y Aguascalientes).

2] Escasa diversificación de su actividad económica (predominio de las actividades agropecuarias y mineras).

3] Dispersión de la población estatal en sus 56 municipios.

4] Ausencia de alternativas ocupacionales, tanto en el agro como en los centros urbanos, que genera el flujo continuo de su población hacia otros lugares del país y Estados Unidos.

Las características anteriores explican en gran medida por qué tradicionalmente Zacatecas se ha distinguido por el importante fenómeno migratorio. Desde 1940, el estado tuvo una fuerte emigración hacia el interior del país. En ese año, el 21% de la población zacatecana residía en cualquier parte del país, menos en su estado natal, porcentaje similar al de la década anterior, que pasó en 1960 a 25%, en 1980 32%, y 31% en 1990, cuando su saldo neto migratorio absoluto negativo (menos 426 519, resultado de 99 861 inmigrantes y 526 380 emigrantes) sólo fue inferior al de Oaxaca, Michoacán y el Distrito Federal, de acuerdo con el XI

⁵ Rodolfo García Zamora, "Crisis económica y reordenamiento en Zacatecas", *Diálogo*, Zacatecas, Universidad Autónoma de Zacatecas (UAZ), núm. 5, enero-febrero, de 1988, p. 7.

Censo General de Población. Lo anterior no significa que Zacatecas haya perdido el primer lugar nacional por su intensidad emigratoria, posición que ha ocupado por varias décadas por lo que el Consejo Nacional de Población (Conapo) en 1988 lo catalogó como de fuerte expulsión poblacional desde 1960. En especial, nuestra entidad se ha caracterizado por una alta emigración a los Estados Unidos que data de un siglo y cuya intensidad es de tal magnitud que Lozano y Tamayo [1989] afirman que en 1980 era la que tenía la mayor tasa de emigración internacional del país. Antes, Juan Díez Canedo [1984] había mostrado que en 1975 Zacatecas era el estado de mayor intensidad migratoria, dado que tenía las remesas per cápita más altas. Puede afirmarse, por ende, que durante los últimos 20 años en ese estado la alta emigración ha persistido. Las fluctuaciones de la actividad minera, primero, y las de la agricultura, después, han influido esencialmente en ese flujo poblacional; ello además de una tradición, una cultura migratoria y redes sociales que se han formado con el tiempo. En 1990, según la *Encuesta de Emigración Zacatecas* [INEGI, GODEZAC, UAZ, 1992], 55 333 personas de 12 y más años, residentes habituales en el estado, habían emigrado temporalmente con propósitos laborales entre 1986 y 1990 hacia Estados Unidos, cifra que representa el 20% de la fuerza de trabajo estatal. Asimismo, se encontró que 82 894 zacatecanos residían habitualmente en aquel país, de los cuales el 65% son hombres jóvenes. Se trata esencialmente de una emigración laboral, pues el 76% manifestó que fueron en busca de empleo, el 15% con motivo de reunificación familiar, y el 9% por otros motivos. El perfil laboral reaparece al comprobarse que de la población de 12 años y más (76 535), el 80% carecía de trabajo antes de emigrar y, de los que trabajan, casi la mitad se dedicaba a labores agropecuarias.⁶

Las principales regiones zacatecanas originarias de la emigración internacional se ubican en Jerez, Tlaltenango, Jalpa y Valparaíso,

⁶ Juan Manuel Padilla, "La población en Zacatecas: 1970-1990", *Memorias sobre foro de bienestar y pobreza en Zacatecas*, Zacatecas, Facultad de Economía, UAZ, 1994, p. 209.

cuyas familias y actividades productivas, especialmente la comercial, son apoyadas por las remesas enviadas por los trabajadores migratorios, las cuales son variables, pero no por ello insignificantes. En septiembre de 1986 el gobernador Genaro Borrego E. destacaba la importancia de la emigración internacional para el estado de Zacatecas, al afirmar que al año captaba aproximadamente 200 millones de dólares, cifra que resultaba relevante dado el limitado monto del producto local.⁷ Juan Díez Canedo [1982] había mostrado antes que las remesas eran de 51 687 156 dólares en 1975, que representaban 16.3% de las nacionales. E. Rivas y M. Valdés [1987], por su parte, las estimaron en 87 922 740 dólares para 1986. En 1988 Juan Manuel Padilla [1993] las calculó en 147 845 664 dólares. En 1990 para este autor, las remesas descienden a 100 millones de dólares, baja que obedece a la reunificación familiar ocasionada por la aplicación de la reforma a la Ley de Migración de los Estados Unidos. Para 1994, Martina Salazar [1996] las estima en 241 002 000 dólares.

Volviendo a 1988, las remesas de ese años equivalen a 339 975.4 millones de pesos, cifra que equivale al 50% del valor de la producción agrícola y representa el 10% del ingreso de las familias zacatecanas, según cálculos de Juan Manuel Padilla [1993]. En cuanto a los estudios de caso, en la comunidad de Las Ánimas, municipio de Nochistlán, representan el 51% de su ingreso, según los estudios de Richard Mines [1981]. Por su parte, Richard Jones [1995] señala que en las áreas rurales del estado una tercera parte del ingreso familiar deriva de la emigración a Estados Unidos; las localidades estudiadas pertenecen a los municipios de Jerez y Villanueva.

Del total de remesas captadas en la entidad en 1990 (73 306 914 000 pesos según la Encuesta sobre Migración de Zacatecas), el 91% provienen del exterior y 9% de otras entidades del país. De las primeras, el 44.5% procedían de California, 20.3% de Texas, 8.9% de Illinois y 6.9% de Utah.

⁷ Juan Manuel Padilla, *Economía y demografía en Zacatecas: 1970-1990*, Zacatecas, Facultad de Economía, UAZ, 1997, p.176.

LAS DIVISAS DE LOS EMIGRANTES: UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO REGIONAL

Así como se mostró en la primera parte el uso de las divisas de los emigrantes para la región centro-occidente de México, en el caso específico de Zacatecas es importante su aplicación y potencial como fuente de financiamiento para el desarrollo regional. Respecto a las remesas especiales, las que se envían para algún propósito particular, según la *Encuesta sobre Migración de Zacatecas* en 1990, 17 788 hogares recibieron remesas especiales de Estados Unidos, de las cuales 19.9% se usaron para adquirir una camioneta, 13.2% para ahorro, 3.6% para comprar semilla, 2.4% para la compra de ganado, 2.4% para la compra de casa 2.3% para mejorar o construir la casa. En cuanto al uso de las remesas ordinarias, las enviadas periódicamente, Wayne Cornelius [1990] encontró en la mencionada localidad de Las Ánimas que el 82.8% de las remesas se destinan para la subsistencia familiar, mientras que sólo el 1.2% es para uso productivo. Richard Mines [1981] había encontrado en dicha localidad que los emigrantes de mayor experiencia desde 1920 adquirieron las mejores tierras agrícolas, aunque no necesariamente las trabajaran ellos, pues incluso las daban en renta. Con todo y que no sea claro el uso de las remesas, afirma que la migración ha sido una importante vía de movilidad social, incluso mayor que la educación.

Con todo y el uso fragmentado que se da a las divisas de los emigrantes, principalmente para el consumo, ello no quita importancia a su repercusión en los mercados regionales, la movilidad social y el dinamismo económico en las localidades y municipios donde se reciben montos importantes de divisas. Por ello no deja de existir un potencial como fuente de financiamiento regional para microproyectos productivos en las áreas de producción y comercialización, para el establecimiento de microempresas manufactureras y otras opciones que aumenten la oferta de empleos y reduzcan el fenómeno migratorio. Desde esta perspectiva, Richard

Jones y Martina Maya,⁸ en un trabajo de campo realizado en el municipio de Jerez, Zacatecas, contemplando algunas comunidades rurales y la cabecera municipal, plantean lo siguiente:

[...] crear un fondo de ahorro con aportaciones voluntarias de parte de los migrantes, a fin de realizar obras de beneficio social para la comunidad. Lo anterior lo decimos considerando el interés que hay de ayudar a su comunidad de origen por parte de los clubes de migrantes radicados en California. Sería bueno que se organizaran al interior de las comunidades los migrantes que fueron el pasado y ahora radican en el pueblo, para reconocer cuáles fueron las necesidades más urgentes. Por ejemplo, se pudieron hacer proyectos como: construir una escuela, edificar una clínica, abrir pozos, mejorar caminos, etcétera. Por otro lado, proponemos que el gobierno se involucre en el proceso apoyando con asesorías técnicas y con el 50% del costo de las obras que se realicen, de acuerdo con el programa de “Trabajemos juntos” del estado de Zacatecas.

Para Martina Salazar, esta propuesta se limita a iniciativas que, aparte de parciales, ya han sido ensayadas sin éxito por los emigrantes en algunas regiones del estado. Sin demérito de las mismas, es necesario reconocer que el efecto de las aportaciones de los emigrantes y del gobierno estatal no ha trascendido los estrechos márgenes de la subsistencia, y se reduce a un simple “paliativo” frente a las acuciosas necesidades de los emigrantes y sus familias en las regiones de alta emigración.⁹

Por nuestra parte, sin embargo, creemos que es importante ponderar en su justo término el efecto de las remesas, ya que si bien desde un punto de vista estructural no se puede decir que las divisas sean la clave para superar el grave atraso económico y social de Zacatecas, no se puede desconocer que en aquellas regiones donde el fenómeno migratorio internacional es más importante se han reducido los indicadores de marginación social, como son

⁸ Richard Jones y Martina Maya, *Migración internacional y reinversión local: un estudio de caso. Jerez, Zacatecas*, Universidad de Texas, 1995, cit. en Martina Salazar, *Panorama de las remesas por migración internacional en Zacatecas*, tesis de maestría en Ciencia Política, Zacatecas, UAZ, 1996, p. 70.

⁹ *Id.*, p. 70.

los municipios de Jerez, Tlaltenango, Jalpa, Juchipila, Valparaíso, etc. Por otra parte, iniciativas como las planteadas por R. Jones y M. Maya para la realización de obras sociales efectivamente se han realizado en nuestra entidad con base en el Programa Dos por Uno, creado a partir de 1992, en el cual por cada dólar invertido por los emigrantes, el gobierno estatal aporta dos para obras de servicio social y eventuales proyectos productivos. Estas acciones, si en el conjunto del estado son reducidas, no dejan de tener importancia regional por su repercusión en las localidades donde se han realizado. Y, por otra parte, podrían formar una nueva cultura emigratoria-regional de superar la cooperación para obras sociales y acceder al cofinanciamiento de microproyectos productivos. El 10 de noviembre de 1996, el gobernador de Zacatecas, Arturo Romo Gutiérrez, en una reunión con la Federación de Clubes Unidos de Zacatecanos en la ciudad de Los Ángeles, California, expresaba cómo el Programa “Dos por Uno. Zacatecanos Ausentes” en cuatro años de funcionamiento ha permitido realizar 134 obras, en 14 rubros diferentes, decididas por los propios emigrantes y sus comunidades de origen, con una inversión de 2 010 000 dólares (16 621 000 pesos), que representan el 4.8% del Ramo XXVI para 1996. Los municipios beneficiados son los de Sombrerete, Valparaíso, Apulco, Tepetongo, Tlaltenango, Jalpa, Tepechitlán y Jerez, entre otros, que han beneficiado a 73 000 zacatecanos, que representan el 5.6% del total de la población de la entidad.¹⁰

Jorge Durand hace una segunda propuesta, resaltando el compromiso que debe asumir el gobierno mexicano ante los flujos migratorios y de remesas de los trabajadores. Considera que es posible llevar una contabilidad oficial del número de trabajadores mexicanos que se inscriben en los flujos migratorios y que ello posibilitaría definir lineamientos, desde el gobierno, para un mejor aprovechamiento de las remesas. Basa su argumentación en ejemplos de acciones que se han desplegado en otros países:

¹⁰ A. Romo, “Imposible terminar con el fenómeno de la inmigración”, *El Sol de Zacatecas*, 11 de noviembre de 1996.

En Turquía, el dinero que genera la emigración ha sido canalizado hacia proyectos de desarrollo de repercusión nacional. Se ha creado jurídicamente un “sector popular” de la economía que apoya proyectos de inversión, en los que participan los emigrantes, para la rama de la construcción, los servicios y las actividades productivas de pequeña y mediana escala. En algunos países de Europa del Este, como Yugoslavia, también se reconocería la importancia de las divisas que aportaban los emigrantes. Y para los casos de España e Italia los recursos de la emigración fueron también decisivos para su despegue económico actual.¹¹

Una tercer propuesta sobre los flujos migratorios y la aplicación de divisas la hace Jesús Arroyo; plantea que aquéllos pueden reorientarse y retenerse con la adopción de políticas que promuevan un crecimiento rápido del empleo no agrícola en áreas rurales, semirrurales y ciudades medias, sobre todo en las ciudades que tengan posibilidades de construir, lo que él concibe como una “base económica de crecimiento autosostenido” cuyas líneas principales serían las siguientes:¹²

1] El mejoramiento significativo de la infraestructura de comunicaciones, de modo que acelere el intercambio de los principales centros regionales con Guadalajara y dé paso a una aceptable red de comunicaciones que articule las principales localidades de cada región.

2] La superación del deterioro agrícola, a partir de la ampliación de la agricultura comercial, dada la escasez de tierras nuevas y la gran cantidad de tierra dedicada a la agricultura de autoabasto, caracterizada por una baja productividad de la mano de obra.

3] Una promoción del desarrollo urbano de los principales centros regionales, procurando la expansión de actividades rela-

¹¹ Jorge Durand, *Más allá de la línea. Patrones migratorios entre México y los Estados Unidos*, México, Consejo Nacional para la Cultura y las Artes, 1994, p. 246, cit. por Martina Salazar, *op. cit.*, p. 71.

¹² Jesús Arroyo *et al.*, *Migración rural hacia los Estados Unidos. Un estudio regional en Jalisco*, México, Consejo Nacional para la Cultura y las Artes, 1994, pp. 254-257, cit. por M. Salazar, *op. cit.*, p. 71.

cionadas con la agricultura y la industria manufacturera, atendiendo a su “vocación productiva”.

4] La creación de infraestructura y sobre todo de vivienda urbana.

5] El impulso de la educación como política de retención poblacional, buscando que el personal capacitado se incorpore a las actividades dinámicas.

6] El establecimiento de un programa de amplia difusión de información sobre oportunidades de inversión, comercialización, financiamiento y aprovechamiento de infraestructura.

7] La instauración de un sistema de información sobre oportunidades de empleo regional y en Estados Unidos.

8] Una desconcentración geográfica del gasto público para mejorar y construir infraestructura de comunicaciones.

Fernando Lozano y Jesús Tamayo¹³ hacen hincapié en la promoción de algunas estrategias de reactivación económica para el estado de Zacatecas, con efectos directos en las zonas del estado identificadas como las de mayor expulsión de mano de obra. Son cinco las acciones básicas que, desde su punto de vista podrían ser útiles en el “contexto liberal y antiestatista” para fortalecer el desarrollo agropecuario de la entidad:

1] Refuncionalización y reactivación de la Comisión Nacional de Zonas Áridas (Conaza), para redefinir sus objetivos y metas, fortalecer la investigación y desarrollo y la difusión de sus hallazgos entre los productores rurales, especialmente zacatecanos.

2] Se sugiere el establecimiento de precios de garantía diferenciados regionalmente por medio de un plan piloto que incluya precios de garantía relativamente mayores para la producción de granos básicos en las áreas de mayor emigración.

¹³ Fernando Lozano y Jesús Tamayo, *Algunas estrategias de reactivación económica regional orientadas a la desaceleración de la tasa de emigración regional zacatecana*, Centro de Investigaciones Sociales para el Desarrollo Regional, 1991, cit. por M. Salazar, *op. cit.*, p. 76.

3] Aliento al crecimiento natural de la producción frutícola mediante un programa regional-estatal de apoyo técnico y fitosanitario (del Consejo Nacional de Fruticultura) y otro que apoye la distribución de la producción en los mercados urbanos vecinos (de la Cámara Nacional de Comercio y la Cámara Nacional de Pequeño Comercio y los transportistas organizados).

4] Instrumentar un programa de agregación de valor en la ganadería, dentro del Programa Especial del gobierno estatal. Este subprograma se propone alentar el crecimiento de las exportaciones de carne en canal y molida; asimismo, plantean que se evalúe la viabilidad de disponer de ranchos para engorda al sur de la frontera, para los ganaderos mexicanos, no sólo para los zacatecanos.

5] Retomar elementos de otras experiencias de organización y desarrollo rural. Se hace necesaria una revisión de otras formas de organización rural en otros estados del país, en especial de los que poseen una alta proporción de población campesina al igual que Zacatecas.

EN RELACIÓN CON EL DESARROLLO EN LOS OTROS SECTORES DE LA ECONOMÍA LOCAL

En la minería, renegociación de la participación estatal en los recursos fiscales obtenidos del sector minero y de la participación de las empresas en el desarrollo regional y estatal. Aliento al eslabonamiento de la actividad extractiva con otras actividades complementarias.

Diseño y construcción de la infraestructura adecuada, previo análisis de las posibilidades y limitaciones de nuevos enclaves industriales, que podrían tomar la forma de plataformas de exportación.

En el turismo, aprovechamiento integral de la excepcionalidad zacatecana. No sólo el turismo internacional, sino también el

nacional genera efectos multiplicadores. En ello Zacatecas ofrece posibilidades para la instrumentación de un proyecto turístico de alcances, por la existencia de sitios de enorme valor histórico.

OTRAS PROPUESTAS

1] La renegociación del monto de la aportación y la inversión federal en el estado: que el gasto federal sea proporcional a la contribución zacatecana a la formación de capital en México.

2] Aprovechamiento de la centralidad zacatecana para la venta de servicios a la producción: una estrategia de desarrollo regional para el país debe considerar proveer, desde un territorio central, los servicios necesarios a la producción y Zacatecas sería el lugar más indicado en este sentido.

3] Reorientar la educación regional, resaltándose la calificación agrotécnica y la educación para la conservación de recursos hidráulicos y en el trabajo técnico industrial.

Sobre política migratoria proponen tres ejes principales

Primero. Captación y aprovechamiento regional de las remesas, reduciendo las filtraciones extrasectoriales y extrarregionales. Los objetivos son acabar con la extorsión de que son objeto los indocumentados por parte de los policías asaltantes y erradicar la violación de la correspondencia por parte de los trabajadores de correos; que las remesas se empleen en la compra de bienes producidos localmente para que el efecto multiplicador del ingreso por servicios o trabajos rendidos en el exterior, fuese cada vez mayor. Destacan, asimismo, que los bancos regionales compiten en desventaja con las casas de cambio y aun con simples particulares.

Segundo. Organización social para la transferencia de recursos desde el exterior. En este sentido, proponen que el gobierno estatal permita y aliente que las organizaciones eclesiásticas conti-

núen fungiendo como conductores confiables de dichos recursos de los zacatecanos en el exterior.

Tercero. Empleo productivo de las remesas. Para ello sugieren que se invite a las organizaciones comunitarias, religiosas o no, a orientar a los emigrados acerca del uso productivo de sus recursos, apoyándose en las agencias educativas y sociales del gobierno estatal.

CONCLUSIONES

La situación actual del país reduce significativamente los recursos públicos para el desarrollo regional y social al tener que enfrentar los enormes compromisos de la deuda externa acentuados con la crisis de 1995. En estas condiciones, las divisas de los emigrantes a Estados Unidos, además de actuar como lazo de integración financiera con la economía zacatecana desde hace más de 50 años, actúan como elemento dinamizador regional. Los múltiples estudios sobre el uso de las divisas coinciden en que su mayoría se emplean en consumo familiar y una parte reducida en inversión productiva. Sin embargo, coinciden también en que ellas son un mecanismo efectivo de promoción social y de desarrollo regional paulatino, al hacer análisis comparativos con otras regiones que al no contar con el flujo de divisas, presentan mayores índices de marginación social.

En Zacatecas se ha avanzado en la experiencia del Programa Dos por Uno, de realización de obras conjuntas con fondos públicos y aportaciones de los emigrantes; el reto consiste en pasar a la etapa de miniproyectos productivos agropecuarios, pequeña manufactura, servicios, etc. Para ello se requiere formular una estrategia más completa retomando las propuestas mencionadas y, de manera especial, las propuestas que los mismos emigrantes radicados en Estados Unidos y los que han regresado en forma definitiva al estado, puedan hacer. Sintetizando, dicha estrategia, entre otros puntos debe tener los siguientes:

1] Una propuesta integral para el desarrollo regional de Zacatecas en la que se aprovechen los recursos naturales agropecuarios y mineros; las vocaciones productivas regionales y la participación de las instituciones de educación superior con los sectores productivos y las dependencias públicas.

2] Un programa integral de apoyo y modernización para las actividades agropecuarias que son las principales expulsoras de mano de obra a los mercados nacionales y a Estados Unidos. Buscar de manera especial la refuncionalización de la economía campesina que representa el 98% de los productores estatales y es el principal sector expulsor de mano de obra.

3] Un programa estratégico para el apoyo de la manufactura de la micro, pequeña y mediana industria en las principales zonas expulsoras de mano de obra, ponderando el avance actual de la maquila con la generación de una tercera parte de los empleos manufacturados y su potencial regional a futuro. Buscar la posibilidad de articular la zona sur del estado con el dinámico corredor industrial Aguascalientes-Celaya, y la zona noreste con la denominada autopista del TLC que pasará por los límites de Zacatecas y San Luis Potosí.

4] Un programa regional específico para la zona de alta emigración internacional que posibilite la mayor aplicación de las divisas recibidas en forma organizada para objetivos productivos establecidos conjuntamente por las organizaciones de migrantes y las autoridades gubernamentales. Aquí vale la pena retomar la iniciativa de Raúl Hinojosa, de la Universidad de California, de financiar proyectos productivos en las zonas mexicanas de alta expulsión de mano de obra, con recursos financieros del Banco de Norteamérica, propuesta al ponerse en marcha el TLC en 1994, y que fue replanteada el 10 de noviembre en Los Ángeles, ante el gobernante zacatecano por el doctor Hinojosa y otros miembros del Programa NAID (North American Integration and Development) de la Universidad de California, Los Ángeles. La idea es buscar mecanismos que permitan la intermediación financiera que posibilite el aprovecha-

miento de las remesas enviadas por los zacatecanos a su estado natal y fomentar el ahorro entre quienes reciben tales recursos. Tal propuesta considera, además, la apertura de uniones u organizaciones de crédito que pudieran devenir en proyectos productivos regionales.

5] Complementario de lo anterior, se debe instrumentar un proyecto de captación de divisas que evite su fragmentación, y que en lugar de contribuir a la especulación y enriquecimiento regional de múltiples cambistas, legales y clandestinos, se generen fondos de financiamiento regional para los proyectos productivos y sociales que definan las comunidades, municipios y autoridades públicas.

6] La ampliación de las comunicaciones estatales, de manera especial entre la región de Valparaíso y Los Cañones (Tlaltenango, Jalpa, Juchipila, Nochistlán) y Tepic, Nayarit, como mecanismo de articulación de las principales localidades de las subregiones que permita la desconcentración espacial del gasto público para mejorar las comunicaciones y estimular el desarrollo regional.

Ciertamente, la emigración internacional, las divisas y su efecto forman parte del fenómeno del atraso económico del estado de Zacatecas, y de una larga integración internacional con la economía de Estados Unidos vía el mercado laboral que rebasa los 40 años. Aunque una estrategia como la aquí planteada no puede ser la clave para superar el atraso estructural del estado, sí puede convertirse en el inicio de un círculo virtuoso de cambios regionales en que a partir de los fondos de financiamiento regional, los municipios dinamizados por esas divisas (Jerez, Tlaltenango, Jalpa, Juchipila, Valparaíso, etc.) comiencen a actuar como polos de desarrollo regional que transmitan su efecto multiplicador a las regiones vecinas y contribuyan a incrementar la actividad económica estatal y revertir la marginación y el desempleo. Es el momento de formular esa estrategia integral, incluso más allá de la frontera norte, y ponerla en marcha en forma conjunta.

ALTERNATIVAS PARA LA REACTIVACIÓN DE LA ECONOMÍA MEXICANA

*Arturo Guillén**

INTRODUCCIÓN

La gravedad de la crisis por la que atraviesa México a resultas de la devaluación de diciembre de 1994 obliga a repensar el modelo económico y cuestiona seriamente la viabilidad de la política económica neoliberal aplicada desde 1982 para lograr un crecimiento sostenido y una estabilidad duradera de la economía.

El objetivo del presente trabajo es contribuir a la definición de las alternativas de política económica que abre la crisis y sugerir posibles vertientes de una estrategia alternativa de desarrollo que no implique la vuelta al ayer mediato de la sustitución de importaciones ni la reiteración mecánica del *modelo neoliberal* del ayer inmediato salinista.

Para definir las alternativas se parte de la caracterización del momento actual de la crisis. Se considera que la misma es no sólo el resultado de una crisis de confianza basada en una crisis política que irrumpe en la economía, ni se explica, fundamentalmente, por errores de política económica, sean de “diciembre” o de “noviembre”, sino que se deriva de las limitaciones y debilidades del modelo de desarrollo impulsado en los últimos 12 años, así como de los desequilibrios provocados por el proceso mundial de globalización económica.

* Profesor-investigador titular de la Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa.

La combinación de los elementos económicos y políticos complica extraordinariamente la salida de la crisis. La crisis política no es una variable exógena que irrumpe de repente y transforma a la economía, sino que es el resultado del agotamiento del sistema político vigente desde la institucionalización de la Revolución mexicana, a la vez que es consecuencia de las pugnas cada vez más agudas entre los grupos emergentes y los desplazados por el ascenso del nuevo modelo económico, así como de la extrema polaridad social acentuada por el mismo.

En la caracterización de la crisis económica se asigna especial importancia al fenómeno del sobreendeudamiento, el cual genera fuertes tendencias al estancamiento y a la deflación, con claras repercusiones sociales y políticas, lo que complica de manera extraordinaria la recuperación de la economía.

Al contrario de lo que se sostenía hace apenas unos meses, el sobreendeudamiento es uno de los lastres principales de la economía mexicana, por lo que la renegociación de la deuda externa y la restructuración a fondo de la deuda interna se convierten en prerequisites de cualquier programa serio de recuperación.

CRISIS DEL NUEVO MODELO DE DESARROLLO NEOLIBERAL

Definir con precisión las causas de la crisis económica que siguió a la devaluación de diciembre pasado y entender su verdadera naturaleza es fundamental para el trazo de una estrategia certera que permita al país encauzarse hacia una recuperación duradera que revierta el largo proceso de deterioro de los ingresos reales de la gran mayoría de la población mexicana.

En el discurso gubernamental predominan dos líneas de explicación sobre el origen de la crisis: la vinculada a exfuncionarios del gobierno salinista y del Banco de México, y la que corresponde a la tesis planteada por el actual presidente de la República, Ernesto Zedillo, y algunos miembros de su gobierno.

La explicación “salinista” pone el acento en los llamados “errores de diciembre”. La segunda atribuye la crisis a la sobrevaluación del peso y a la acumulación de desequilibrios en el sector externo, como consecuencia de un bajo ahorro interno y una dependencia excesiva de los flujos de capitales provenientes del exterior.

Según la primera postura, la devaluación fue el resultado de las fallas de las autoridades hacendarias del nuevo gobierno al instrumentar el ajuste del tipo de cambio, lo que provocó la pérdida de confianza de los inversionistas y aceleró la fuga de capitales.

En su opinión, la política económica seguida hasta 1994 fue la correcta y la existencia de un déficit en cuenta corriente alto no representaba ninguna amenaza, dado que se financiaba con entradas de capital que fluían al país sin problemas. Además, las altas importaciones de mercancías se consideraban temporales porque se convertirían más adelante en exportaciones de manufacturas.

La dificultad principal, según este enfoque, no residió en la magnitud del desequilibrio en cuenta corriente ni en la sobrevaluación del peso —hecho que, a estas alturas, todavía es negado por los responsables de la política económica—, sino en factores exógenos de orden político, como el levantamiento zapatista en Chiapas y los asesinatos de Colosio y de Ruiz Massieu, que propiciaron el agotamiento de las reservas internacionales.

Según el *Informe 1994* del Banco de México:

En 1994 se suscitaron acontecimientos desfavorables en varios órdenes de la vida nacional e internacional que incidieron marcadamente en la evolución de la economía del país. En el ámbito nacional, eventos políticos y delictivos generaron un ambiente de gran incertidumbre que influyó adversamente en las expectativas de los agentes económicos del país y del exterior. Esta situación afectó negativamente la evolución de los mercados financieros, y particularmente la del cambiario.¹

Así, los factores políticos fueron los causantes de la salida de capitales y de la contracción de los flujos externos de capital, al

¹ Banco de México, *Informe Anual 1994*, p. 1.

igual que de la pérdida de reservas internacionales. En la óptica del Banco de México no existió nunca un fenómeno de sobrevaluación de la moneda ni el déficit en cuenta corriente era excesivo:

Con frecuencia —continúa el *Informe*— se ha mencionado que el déficit de la cuenta corriente y la apreciación del tipo de cambio real fueron los principales causantes de las devaluaciones de diciembre pasado. Esta tesis merece un análisis cuidadoso. Es inexorable que cuando un país recibe cuantiosas entradas de capital, como le sucedió a México en los últimos años, el tipo de cambio real tienda a apreciarse de manera natural. Pero en la medida en que la apreciación vaya acompañada de incrementos en la productividad de la mano de obra no se puede considerar que aquélla implique una pérdida de competitividad con el exterior. La notable expansión de las exportaciones mexicanas ocurrida en los últimos años constata la validez de este argumento.²

Esta posición la comparte Pedro Aspe, principal responsable de la política económica en la pasada administración. Para el doctor Aspe el manejo de la política económica durante su gestión fue el correcto y la merma de reservas durante 1994 fue el resultado de acontecimientos políticos. Aunque no lo dice en forma explícita, la devaluación abrupta de diciembre se debió básicamente a los “errores” del nuevo gobierno.³

La segunda explicación es la expuesta, en diversos foros, por el presidente Ernesto Zedillo y otros funcionarios del área económica del Ejecutivo. Después de la devaluación y en medio de sus primeros efectos devastadores, el Presidente efectuó varios pronunciamientos que implicaban una crítica de la política seguida durante el régimen anterior. A finales de diciembre, por ejemplo, afirmó:

El tamaño del déficit de la cuenta corriente, y la volatilidad de los flujos de capital con que se financió, hicieron muy vulnerable a nuestra economía

² *Ibid.*, p. 4.

³ Véase Pedro Aspe A., “Las razones de la política cambiaria”, *Reforma*, 14 de julio de 1995.

[...] El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos llegó a ser tan grande durante los últimos años que, dadas las circunstancias internas y externas, era insostenible.

Es preciso reconocer que hubo una subestimación del problema, y esta subestimación fue sumamente grave.⁴

En enero insistió en que: “Enfrentamos una emergencia económica cuya gravedad pudo haberse evitado con la adopción oportuna de medidas para corregir los desequilibrios que se acumulaban peligrosamente.”⁵

En el *Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000* se postula que no obstante que el país emprendió durante los últimos años una vasta reforma económica, la cual se asume como correcta y necesaria, México no entró en una fase de crecimiento sostenido y, por el contrario, enfrentó una nueva crisis financiera.

Infelizmente, el indispensable proceso de cambio estructural no se materializó en un crecimiento económico significativo, a pesar de que entre 1989 y 1994 el país tuvo el mayor ahorro externo de su historia [...]

Nuevamente la crisis fue precedida de un periodo en que confluyeron la disponibilidad de recursos externos, el aumento sin precedente en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y la sobrevaluación del tipo de cambio real respecto a las monedas de nuestros principales socios comerciales.

El problema de fondo no fue que nuestra economía tuviese importantes transformaciones y contase con ahorro externo en montos muy significativos. El problema fue que ese ahorro externo no se tradujo en una mayor inversión y crecimiento del PIB.

Para que una economía se mantenga viable y solvente, debe generar, a través del crecimiento, los recursos necesarios para retribuir el ahorro interno y externo. Más allá de los fenómenos financieros de corto plazo y de la violencia que generaron y magnificaron la crisis, debe reconocerse que ésta no se habría presentado con la fuerza que ahora conocemos, de haber contado nuestra economía con el vigor que por largo tiempo se esperó y no llegó.⁶

⁴ Citado en *Proceso*, núm. 157, México, 6 de marzo de 1995.

⁵ *Ibid.*

⁶ Poder Ejecutivo Federal, *Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000*, México, 1995, p. 133.

El diagnóstico de la crisis de parte de las dos posiciones reseñadas arriba, partidarias ambas del modelo de desarrollo impulsado en México desde 1982, resulta parcial e insuficiente, ya que deja de lado importantes limitaciones del modelo neoliberal, que impidieron que éste se consolidara y sustituyera eficazmente al modelo agotado de la sustitución de importaciones.

En mi opinión, la “nueva” crisis que precipitó la devaluación de diciembre de 1994 no se explica solamente por los errores en la instrumentación de la medida, como lo sostienen los defensores del salinismo, ni se agota en la indudable crisis por la que atraviesa el sistema político mexicano. Tampoco parece sostenible la idea de los actuales responsables de la economía de que el error principal fue la sobrevaluación del tipo de cambio, ni que la causa de la crisis residió en la falta de ahorro interno, lo que, entre paréntesis, fue sólo la contraparte de la creciente adicción a los flujos externos de capital.

No comparto la opinión de quienes piensan que el modelo económico seguido es el adecuado y que puede continuarse en la misma ruta, siempre y cuando no se cometan errores de política económica. Por el contrario, considero que la nueva crisis es un claro reflejo de las serias limitaciones que enfrenta el nuevo modelo neoliberal. En mi opinión, la recuperación sólida de la economía y la superación de la *restricción externa* sólo serán factibles si se construye una nueva estrategia de desarrollo, la cual no será el regreso al modelo cerrado y de intervencionismo económico indiscriminado del pasado mediato, pero tampoco implica la reedición de los excesos neoliberales del pasado inmediato.

El *modelo neoliberal* impulsado desde el gobierno de Miguel de la Madrid, que pretendía crear un sector exportador como único eje de la industria y de la acumulación de capital, exhibió pronto un conjunto de contradicciones y desequilibrios que cuestionan su viabilidad. Si bien el programa de estabilización basado en los *pactos* y la renegociación de la deuda externa de 1989 crearon las condiciones para la contención temporal del proceso inflacionario

y la recuperación de la economía, la reforma neoliberal provocó la reaparición, en proporciones ampliadas, del viejo problema estructural de la *restricción externa*, madre de todas las grandes crisis de la economía mexicana.

La crisis política misma no puede entenderse al margen de la recomposición social que provocó el lanzamiento del modelo neoliberal. La recomposición de estos grupos es uno de los elementos principales que explican la crisis política, la que, en su momento, se entrelaza con la crisis económica y se manifiesta principalmente como pugnas abiertas en la cúspide del poder. Los mismos asesinatos políticos que conmovieron al país en 1994 fueron la secuela necesaria de la agudización de dichas pugnas.

Los grupos económicos emergentes del nuevo modelo fueron los segmentos del capital trasnacional y nacional que reconvirtieron sus actividades enfocándolas al mercado exterior, principalmente a Estados Unidos. Un papel destacado en esa restructuración del capital lo desempeñaron los grupos financieros que se gestaron en el *sistema financiero paralelo* durante el gobierno de Miguel de la Madrid, y que usaron su accionar en la Bolsa de Valores y en otros intermediarios financieros como espacio privilegiado de *acumulación primitiva de capital*.⁷ Esos grupos, estrechamente vinculados al núcleo del nuevo grupo gobernante, fueron los principales beneficiarios de la reforma económica y del proceso de privatización de empresas paraestatales y, de manera sobresaliente, de la privatización bancaria.

La incapacidad del nuevo modelo económico para generar las divisas que reclama la reproducción ampliada del sistema productivo estuvo ligada a una reforma económica basada en la privatización generalizada, así como a una apertura comercial y financiera indiscriminada y sin contrapesos, que tuvo efectos nocivos en la mayor parte del sistema productivo.

⁷ Véase Gregorio Vidal, "La economía mexicana y los grupos financieros en la perspectiva del TLC", en A. Girón, E. Ortiz y E. Correa (comp.), *Integración financiera y TLC. Retos y perspectiva*, México, IIEC-UNAM y Siglo XXI Editores, 1995.

El nuevo modelo impulsó la recomposición y modernización de las empresas transnacionales y de los grupos económicos nacionales más poderosos, pero agravó la desarticulación del sistema productivo en su conjunto; rompió cadenas productivas y de comercialización que se habían establecido durante decenios de desarrollo de la sustitución de importaciones; implicó, en gran medida, la *desindustrialización* en un conjunto de ramas, provocando la práctica aniquilación de la incipiente industria de bienes de capital; afectó severamente a la mayoría de las empresas medianas, pequeñas y micro; dismanteló el esquema de protección y subsidio con el que operaba el sistema productivo, sin establecer diferenciaciones y criterios selectivos, y desatendió y agudizó como nunca la crisis del sector agropecuario, estancado desde mediados de los años sesenta.

Como resultado de la recuperación de la economía en el periodo 1989-1992; de la apertura externa sin freno, profundizada por los *pactos* con fines de contención de los precios internos mediante la competencia externa, de la creciente sobrevaluación del peso basada en el uso abusivo del tipo de cambio como *ancla* antinflacionaria, el déficit en cuenta corriente se multiplicó por diez. Éste aumentó de 2 922 millones de dólares en 1988 a 29 419 millones en 1994.

El papel de la apertura de la economía en el déficit externo se muestra claramente en el disparo sin precedentes de las importaciones. Así, mientras que la relación de las exportaciones totales respecto del PIB disminuyó del 15.7% en 1987 al 10.69% en 1994, la proporción de las importaciones respecto al mismo PIB se incrementó del 9.4% en 1987 al 21% en 1994 (véase el cuadro 1). La sobrevaluación del peso contribuyó a acelerar la furia importadora. Según una autora:

La apreciación cambiaria contribuyó al aumento de la inversión y el consumo privados mediante dos posibles mecanismos: exacerbó el efecto de eliminar la demanda “reprimida” de bienes importados ocasionada por la liberalización comercial y el de la demanda “acelerada” por el temor de que

CUADRO 1
Grado de apertura de la economía mexicana
(porcentajes respecto del PIB)

<i>Año</i>	<i>Exportaciones¹</i>	<i>Importaciones¹</i>	<i>Comercio total¹</i>
1980	8.36	9.70	18.06
1981	8.43	9.58	18.01
1982	12.95	8.47	21.41
1983	15.55	5.75	21.29
1984	14.44	6.40	20.84
1985	12.43	7.16	19.60
1986	13.41	8.79	22.20
1987	15.66	9.44	25.09
1988	13.23	11.72	24.95
1989	12.39	12.18	24.57
1990	12.30	12.63	29.92
1991	10.70	13.11	23.81
1992	9.65	14.42	24.08
1993	9.62	17.76	27.38
1994	10.69	21.00	31.69

¹ Incluye ingresos netos de maquiladoras

FUENTE: INEGI.

la liberalización no fuese permanente, justamente porque se observaba que la liberalización y la apreciación estaban asociadas a un aumento del déficit de la cuenta corriente que podría resultar insostenible.⁸

Ha prevalecido la idea de que la sobrevaluación de la moneda y el mantenimiento de la política cambiaria obedecieron al interés del ex presidente Salinas de proteger su figura o de impulsar un proyecto político transexenal. En mi opinión, si bien estos factores pudieron estar presentes, algunos factores objetivos determinaron el mantenimiento de la política cambiaria. Hubo asimismo poderosos intereses económicos que se beneficiaron de la sobrevaluación y que explicarían por qué se evitó ajustar el tipo de cambio a niveles más reales. Entre los principales beneficiarios destacan:

⁸ Nora Lustig, "México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa", *Comercio Exterior*, vol. 45, núm. 5, México, mayo de 1995, pp. 366 y 377.

1] Los poseedores extranjeros de títulos mexicanos que obtuvieron premios extraordinarios por invertir en el país y que requerían de una moneda estable para incrementar sus rendimientos en dólares.

2] Los exportadores de mercancías de otros países, en particular Estados Unidos y los países de la Cuenca del Pacífico, que registraron amplios superávits en sus relaciones comerciales con México. En el caso del país vecino, la obtención de un superávit comercial fue una de las razones principales que se esgrimieron para apoyar la firma del TLC.

3] Los grupos y las grandes empresas mexicanas y transnacionales, así como los bancos comerciales que se endeudaron en el exterior para modernizar sus procesos con fondeos más baratos en virtud de la sobrevaluación, y a quienes la depreciación del tipo de cambio les encarecía el servicio de sus adeudos.

Con la excesiva apuesta al mantenimiento de la política cambiaria quedó de manifiesto de nueva cuenta que los intereses de determinados sectores y grupos no siempre coinciden con los de la nación en su conjunto y que la racionalidad de la política macroeconómica en abstracto no existe, sino que se enmarca invariablemente en espacios sociales y políticos predeterminados.

El desequilibrio comercial y la creciente integración comercial y financiera del país con la economía mundial —con el *bloqueo* de América del Norte y en especial con Estados Unidos— hicieron a la economía mexicana más vulnerable y dependiente de la atracción de flujos de capital del exterior. Éstos se volvieron indispensables para el financiamiento de la balanza de pagos. En el lapso 1989-1993 el déficit acumulado en la balanza en cuenta corriente sumó 96 092 millones de dólares, que se correspondió con un superávit acumulado de la cuenta de capital de 88 854 millones.

Aunque la inversión extranjera directa creció en forma significativa, la mayor parte de los flujos de capital fueron de cartera. Éstos llegaron atraídos no tanto por las perspectivas del nuevo

milagro mexicano, sino por los altos rendimientos ofrecidos en México, en un momento en que las tasas de interés bajaban en Estados Unidos con el objeto de estimular su recuperación económica.

Durante el periodo 1989-1994 ingresaron recursos de capital extranjero por 94 691 millones de dólares, de los cuales el 29.2% (27 705 millones), fue inversión extranjera directa y el 70.8% restante (66 986 millones), se canalizó al mercado de valores.

El flujo de recursos de capital hacia las llamadas economías emergentes estuvo vinculado a la búsqueda de los agentes financieros externos de nuevos espacios para la colocación de recursos con mayor rentabilidad, en un momento en que el mercado estadounidense perdía atractivo. Asimismo, después de darse a conocer el Plan Brady para la renegociación de la deuda externa, la recirculación de recursos hacia América Latina era indispensable para que estas economías salieran del estancamiento y reactivaran sus importaciones.

A partir de 1991, los países de la región absorbieron el 40% del incremento de los recursos del euromercado. Su participación en los mercados internacionales de capital pasó del 15% en 1990 al 21% en 1991.⁹ Las colocaciones latinoamericanas de bonos y la captación de recursos en la Bolsa de Nueva York se concentraron marcadamente en cinco países: México, Argentina, Brasil, Chile y Venezuela. Como en otras coyunturas, México fue el alumno consentido. En el periodo 1990-1993, éste emitió bonos en el mercado internacional por un total de 21 755 millones de dólares, lo que representó el 50.2% de la emisión de América Latina en su conjunto.¹⁰

En la medida en que el desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos se agudizaba, se requerían dosis crecientes de

⁹ Frederick Z. Jaspersen y Juan Carlos Ginarte, "External Flows to Latin America: Recent Developments and Prospects", mimeo., p. 58.

¹⁰ Tomado de Eugenia Correa, "Desregulación financiera internacional", tesis de doctorado, mimeo., México, Facultad de Economía, UNAM, septiembre de 1995.

capital externo. Para atraerlo se recurrió al expediente de ofrecer tasas reales de interés superiores a las prevalecientes en otros mercados y auspiciar la sobrevaluación de la moneda. El rendimiento real promedio de los cetes a 28 días aumentó de 2% en 1991 a 7.7% en 1993. A partir de cierto momento, el premio en tasas resultó insuficiente, por lo que se decidió emitir tesobonos, títulos emitidos en pesos pero indizados al tipo de cambio del dólar, con el fin de asegurar a los inversionistas la absorción de posibles pérdidas cambiarias.

Así, la estrategia neoliberal, uno de cuyos ejes fundamentales fue la apertura comercial y financiera, más que configurar un modelo secundario-exportador fundado sobre una base productiva más sólida, dio lugar a una suerte de modelo terciario-importador, basado en el predominio de las actividades financieras, comerciales y especulativas y en el ingreso desbordado de productos y capitales provenientes del exterior.

La política monetaria restrictiva aplicada desde finales de 1992 provocó la desaceleración de la economía y debilitó al sistema financiero al agravar el problema de las carteras vencidas.¹¹

SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO Y EXTERNO

La “nueva” crisis que desató la devaluación de 1994 estuvo asociada a un fenómeno de sobreendeudamiento interno y externo que, al combinarse con la desaceleración de la economía, aceleró las tendencias a la deflación en la economía.

El sobreendeudamiento interno se gestó con la privatización bancaria. Al liberalizarse las actividades financieras y eliminarse el encaje legal, el financiamiento al sector privado y las personas físicas de medios y altos ingresos creció de manera exponencial.

¹¹ Véase Arturo Guillén, “El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana”, *Comercio Exterior*, vol. 44, núm. 12, México, diciembre de 1994, pp. 1075-1082.

La supervisión estatal del sector financiero se debilitó enormemente.

La nula o casi nula supervisión y regulación estatal; las inadecuadas políticas crediticias de los bancos; las expectativas demasiado optimistas de los deudores sobre la solidez de la estrategia económica y los beneficios del TLC con Estados Unidos y Canadá, así como el desenfreno en las prácticas especulativas y en algunos casos fraudulentas de los principales grupos financieros de la reforma económica (autopréstamos, créditos relacionados, “negocios de saliva”, capitalizaciones ficticias apalancadas en créditos, lavado de dinero, etc.), se conjuraron para generar el problema de las carteras vencidas de los bancos y la insolvencia de pagos de las empresas. Sea por una razón u otra, la realidad es que las apuestas fueron equivocadas y que la poderosa palanca del crédito se convirtió en una traba del crecimiento económico.

El endeudamiento privado con el exterior creció aún más rápidamente que el endeudamiento interno. Lo paradójico fue que este nuevo sobreendeudamiento se gestó al mismo tiempo que el gobierno festejaba el triunfo sobre la crisis de la deuda externa de 1982.

Al evaluar la renegociación de la deuda en 1989 en el marco del Plan Brady, José Ángel Gurría concluía que:

El paquete 1989-1992 constituyó un parteaguas en la historia económica del país. Una vez concluida la reestructuración de la deuda pública externa de 1989-1990, fue posible afirmar que México había superado su problema de sobreendeudamiento externo. A partir de ese año, el país ha normalizado sus relaciones financieras con el exterior [...] En la actualidad, México se presenta como un país solvente; así lo confirman los indicadores comúnmente utilizados para medir la capacidad de pago de un país y otro tipo de indicadores que también dan una idea de cómo perciben el riesgo-México los inversionistas del exterior [...]

Después de la firma del Acuerdo en Principio con la banca comercial, el 23 de julio de 1989, comenzó a observarse un cambio radical en las expectativas: bajaron sustancialmente las tasas de interés y empezaron a afluir hacia México capitales del exterior, ya fuera bajo la forma de repatriación o de inversiones directas y en cartera. Sin lugar a dudas,

México había pasado a una nueva etapa en sus relaciones económicas con el exterior. Era el elemento que faltaba; lo demás estaba hecho. La renegociación de 1989-1990 validó un espléndido esfuerzo que México emprendió desde 1982-1983 y sentó las bases para la revolución macro y microeconómica llevada a cabo por la administración del presidente Salinas.¹²

Si bien la renegociación de la deuda externa de 1989 representó un enfoque novedoso en escala internacional, al aceptarse por primera vez la reducción del principal y de la baja de las tasas de interés, su principal efecto se sintió en las expectativas de los agentes económicos, al reforzar el programa de estabilización e impulsar los flujos de capital provenientes del exterior. Sin embargo, no representó un alivio importante del servicio de la deuda externa. Con la renegociación alcanzada en el marco del Plan Brady, la reducción anual del servicio fue de apenas 1 301 millones de dólares.

Difícilmente podría aceptarse la visión de Gurría de que la crisis de la deuda externa estaba resuelta. Aunque el sector público no rebasó durante el sexenio salinista los límites de endeudamiento exterior aprobados por el Congreso, ahora el principal impuso al mismo provino de las grandes empresas y grupos privados y de los bancos comerciales privatizados, mediante:

1] La emisión de bonos y papel comercial en el mercado internacional de capitales, principalmente en Estados Unidos, pero también en Europa y Japón.

2] La colocación de títulos bursátiles (ADR y CDR) en la bolsa neoyorquina y la apertura de la Bolsa Mexicana de Valores para el acceso de recursos provenientes del extranjero.

3] El fondeo de recursos externos de parte de los bancos comerciales y de desarrollo, vía certificados de depósitos y líneas interbancarias.

¹² José Ángel Gurría, "La política de la deuda externa. Una visión de la modernización de México", México, FCE, 1983, pp. 205-206.

La captación de recursos externos de empresas y bancos se vio estimulada por las tasas de interés reales más bajas en Estados Unidos y en los países desarrollados, como consecuencia de la recuperación cíclica de su economía, y por la creencia, que después resultó fantasmiosa, de que la política cambiaria aplicada por el gobierno salinista era sostenible.

Al endeudamiento empresarial y bancario habría que añadir la extraordinaria emisión de tesobonos, que a pesar de haberse denominado en pesos, formalmente eran deuda interna y que con la crisis se convirtieron automáticamente en deuda externa de cortísimo plazo.

Conforme el nuevo modelo económico fue dependiendo cada vez más de los flujos de cartera del exterior y se fueron encendiendo los focos rojos en el sector externo, el mercado interno de dinero asumió dos características: el mayor peso de los inversionistas extranjeros en la compra de los títulos de deuda pública y la mayor participación relativa de los tesobonos en la circulación total de valores.

Según datos del Banco de México, mientras que en 1982 la emisión de cetes era de 59 338 millones de nuevos pesos, la de tesobonos apenas llegaba a 927 millones de nuevos pesos. En relación con la deuda interna total, los cetes representaban el 44.5%, en tanto que los tesobonos apenas significaban el 0.7%. Dos años después, la situación era exactamente la inversa. Al cierre de 1994, los cetes representaban el 23.2%, mientras que los tesobonos daban cuenta del 55.3% de la deuda interna.

En la decisión de acelerar la emisión de tesobonos influyeron los puntos de vista de inversionistas estadounidenses. Según un analista de ese país, representantes de importantes fondos de inversión, que incluían al Weston Forum, realizaron varias reuniones con las autoridades hacendarias de México durante 1994 y las presionaron para mantener sin cambios la política cambiaria y emitir más tesobonos.¹³

¹³ *El Financiero*, 28 de febrero de 1995.

CUADRO 2
Deuda externa, 1994

<i>Concepto</i>	<i>Miles de millones de dólares</i>	<i>% del total</i>
Total	140 147.0	100.00
Pública	85 436.8	60.96
Emisión de bonos	51 169.2	36.51
Reestructurada	31 751.6	22.65
No reestructurada	6 635.7	4.73
Bonos colocados	12 782.9	9.12
Organismos financieros multilaterales	17 747.7	12.66
Bilaterales	16 818.9	12.00
Empresas privadas	27 920.0	19.92
Bancos comerciales	23 199.0	16.55
Bancos desarrollo	4 382.0	3.12

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Al terminar el gobierno de Salinas, la economía mexicana se encontraba de nuevo sobreendeudada. El peso del endeudamiento externo era tan importante como antes de la renegociación de 1989. Al cierre de 1994, ascendía a 140 147 millones de dólares, nivel bastante superior al existente en 1982 (87 583 millones), al estallar la crisis de la deuda externa (cuadro 2). Mientras que en 1982 el 68.4% de la deuda externa total era pública y el 21.8% privada, en 1994 la situación se modificó sustancialmente, ya que mientras la proporción de la deuda pública en el total disminuyó al 61%, la privada se incrementó al 36.4 por ciento.

Al finalizar 1994, la deuda externa total como proporción del PIB representaba el 37.1%, bastante superior al 32.4% de 1981. La comparación es pertinente, no sólo porque 1981 es el año previo al estallido de la crisis de la deuda, sino porque en ambos años existía sobrevaluación de la moneda.¹⁴

Durante 1995 la deuda externa creció en forma importante como consecuencia del Plan de Rescate. Al terminar ese año, la

¹⁴ Como se sabe, el margen de sub o sobrevaluación de una moneda influye sobrestimando y subestimando cualquier índice que relacione una variable medida en dólares contra el producto nacional.

CUADRO 3
Endeudamiento respecto del PIB, 1995
(Porcentajes)

<i>Concepto</i>	<i>% del PIB</i>
Deuda externa total	60.7
Deuda pública interna	9.4
Cartera comercial y de desarrollo	40.1
<i>Total</i>	<i>107.1</i>

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

deuda externa total era de 158 000 millones de dólares. Debido a la recesión y al efecto depresor de la devaluación en el producto nacional, la proporción de la deuda externa respecto al PIB llegó al 60.7%, nivel más alto que el 51.3% de 1982. Si a dicho índice se agrega el saldo de la deuda pública interna, que al cierre de 1995 ascendió a 147 600 millones de pesos y la cartera de créditos con la banca comercial y de desarrollo, que en la misma fecha era de 632 230 millones de pesos, el coeficiente global de endeudamiento llegó al 110.2% (cuadro 3).

EL DESARROLLO DE LA CRISIS Y EL NUEVO PROGRAMA DE AJUSTE

En diciembre de 1994 sobrevino lo inevitable, al decretarse primero la ampliación de la banda de flotación del peso y a las 24 horas siguientes su libre flotación, ante una imparable fuga de capitales y el práctico agotamiento de las reservas internacionales.

El sobreendeudamiento de la economía y el crecimiento acelerado del déficit en cuenta corriente hicieron explosión. Los flujos de capitales del exterior se interrumpieron como resultado de la agravación de los desequilibrios internos y externos acumulados; de la sobrevaluación evidente y pronunciada de la moneda; del incremento sostenido de las tasas de interés en Estados Unidos, lo que hizo más atractiva y segura la compra de bonos de ese país, y

de la crisis del sistema político mexicano, manifestada en las pugnas en el seno del partido gobernante, los magnicidios políticos y el levantamiento armado en Chiapas.

Esos hechos coincidieron con el relajamiento de la política monetaria con el fin de estimular de manera artificial la recuperación de la economía, en el marco de las elecciones presidenciales. El Banco de México, a pesar de la caída de las reservas internacionales, decidió no incrementar las tasas de interés, así como aumentar el crédito interno y permitir la ampliación de los créditos de la banca de desarrollo para mantener la liquidez de la economía.

En el manejo de la devaluación hubo, por supuesto, errores del gobierno del presidente Zedillo. No se establecieron, antes de tomar la decisión de devaluar, los consensos necesarios de los inversionistas externos, que se habían convertido en los puntales de la balanza de pagos; no se modificó la política monetaria ni se elevaron previamente las tasas de interés; no se utilizaron ni se manejaron adecuadamente, en términos de expectativas, los fondos extraordinarios autorizados en Estados Unidos a raíz de la muerte de Luis Donaldo Colosio, ni se construyeron las redes de seguridad necesarias para enfrentar un ataque especulativo. Se eligió además, inicialmente, una medida tibia y equivocada —la ampliación de la banda de fluctuación en 50 centavos—, en un momento en que las reservas monetarias ya eran muy bajas, y se cedió además, según parece, a las presiones de los representantes empresariales del Pacto, quienes al conocer la decisión estuvieron en condiciones de sacar sus capitales del país.

Sin embargo, sería incorrecto concluir, a partir del reconocimiento de los errores de diciembre, que la gravísima crisis por la que atraviesa México obedeció exclusivamente a errores al instrumentar la devaluación y no, como es el caso, que tuvo sus raíces en problemas estructurales de largo plazo en las limitaciones del modelo de desarrollo seguido en los últimos años.

La estampida de capitales al exterior que provocó la devaluación generó una aguda crisis financiera y aceleró las tendencias

deflacionarias de la economía, presentes desde 1983. En el primer trimestre de 1985 comenzó la recesión económica más grave y profunda de la historia moderna del país.

Con las reservas internacionales agotadas, la flotación libre de la moneda decretada en diciembre fue incapaz de enfrentar la desconfianza. Por el contrario, la acrecentó.

El peso se fue en picada. A finales de marzo de 1995 el tipo de cambio se encontraba en 6.70 pesos por dólar, lo que implicaba una devaluación acumulada de 95% respecto de noviembre del año anterior. Se estima que como resultado de la devaluación, los inversionistas estadounidenses de cartera perdieron más de 12 000 millones de dólares.

Como consecuencia de la desconfianza existente y del repunte de la inflación, las tasas de interés aumentaron, hasta antes del paquete de rescate, 20 puntos porcentuales y la Bolsa Mexicana de Valores se encontraba a la deriva. La fuga de capitales cobró gran fuerza. Otros mercados como Argentina, Brasil y aun Chile, se desestabilizaron como resultado del *efecto tequila*.

Con el fin de estabilizar los mercados financieros y cambiario y evitar que el contagio de la crisis mexicana condujera a una crisis *sistémica* internacional, se negoció con el presidente William Clinton un paquete de rescate de 40 000 millones de dólares provenientes del gobierno de Estados Unidos y del FMI.

Los objetivos del *paquete* fueron asegurar la redención en dólares de los tesobonos, ya que una alta proporción de los mismos se encontraba en poder de fondos de inversión estadounidense, y evitar una crisis financiera internacional. De no haberse aprobado el *paquete* la convertibilidad del peso se hubiera visto cuestionada, se hubiera puesto en riesgo las operaciones del capital financiero de Estados Unidos en los mercados emergentes y México podría haberse visto obligado a suspender los pagos de sus compromisos de deuda externa.

El *paquete Clinton* fue acompañado, en México, por un macroajuste ortodoxo apoyado en una política monetaria fuertemente restric-

tiva. Para detener la fuga de capitales y estabilizar el tipo de cambio, la tasa de interés de los cetes a 28 días se incrementó más de 30 puntos porcentuales, al pasar de 41.69% en febrero a 74.75% en abril, lo que se tradujo en una severa contracción de la oferta monetaria que *secó* materialmente a la economía.

En el medio gubernamental, el ajuste se interpreta como una medida “dolorosa pero necesaria” que creará, ahora sí, las condiciones para la recuperación sostenida de la economía. El motor de la misma serían las exportaciones y la reactivación de la inversión privada, nacional y extranjera. Para reimpulsar la inversión privada, el gobierno ha establecido algunos incentivos fiscales. Se busca, además, impulsar la desregulación y continuar con el programa de privatización en áreas como ferrocarriles, puertos y aeropuertos, petroquímica y gas natural, así como mantener sin cambios la apertura comercial y financiera.

El *paquete Clinton* y el programa de ajuste aplicado por el gobierno de Ernesto Zedillo permitieron alcanzar una estabilidad relativa de los mercados financiero y cambiario, así como corregir temporalmente el déficit en cuenta corriente, aunque en los meses finales de 1995 se presentaron de nuevo desajustes en el mercado de dinero y el tipo de cambio: Durante 1995 el déficit en cuenta corriente fue de 654 millones de dólares y se obtuvo un superávit comercial, incluyendo maquiladoras, de 7 089 millones.

El programa de ajuste acentuó las tendencias a la deflación desatadas por la devaluación de 1994. En 1995 se inició la recesión económica más aguda desde los años treinta y se desarrolló una crisis bancaria de amplias proporciones, por el incumplimiento por parte de empresas y personas físicas de sus pasivos. La economía mexicana enfrenta en la actualidad fenómenos acumulativos de baja en la producción, la inversión y el empleo asociados con altos niveles de sobreendeudamiento público y privado.

Durante 1995 se registró una caída sin precedentes en la producción, la inversión y el empleo. Según datos del INEGI, el PIB experimentó una baja promedio del 6.9%, destacando las contrac-

ciones en la industria manufacturera (-6.4%), la construcción (-22%), los servicios (-6.8%) y el comercio (-14.4 por ciento).

La formación bruta de capital disminuyó 30.9% y el consumo global 11.7%. El desempleo alcanzó niveles sin precedentes. El número de asegurados en el IMSS registró una variación negativa del 5.4 por ciento.

Como resultado de la recesión y de la política de ajuste se profundizó el deterioro de los ingresos reales de la población que la “recuperación” salinista no logró revertir y se aceleró el proceso de concentración de la riqueza y de polarización y segmentación social. El crecimiento explosivo del desempleo, combinado con la fuerte caída de los salarios reales, agudiza las tendencias a la deflación por el lado de la demanda y dificulta la salida de la crisis, amén de que profundiza la inestabilidad social y política.

Desde el lado del sistema financiero, las tendencias a la deflación se manifiestan en una elevación sin precedente de los índices de cartera vencida hasta alcanzar niveles de insolvencia, en la significativa caída de la rentabilidad de los bancos y otros intermediarios financieros, así como en la práctica paralización del crédito bancario (*Credit Crunch*), lo que impide la reactivación de la inversión sobre bases endógenas. El Índice SAC de cartera vencida, que utiliza un método semejante al usado por la banca estadounidense, llegó en abril de 1996 a 48.50%, casi el doble del registrado un año antes (25.02%). La situación del sistema financiero es sumamente frágil: 13 de los 19 grupos financieros que presentan sus informes a la Bolsa Mexicana de Valores acumulaban hasta el primer trimestre de 1996 una pérdida de 64 973 000 pesos, contra una ganancia de 1 457 millones durante el mismo lapso de 1995. La baja en las utilidades es el resultado de incremento de las carteras vencidas, de la creación de reservas para créditos incobrables y de la práctica paralización de sus operaciones activas. Un buen número de bancos se encuentran en situación de quiebra técnica y la situación es parecida en otros segmentos del sistema financiero, como arrendadoras, casas de bolsa y casas de factoraje.

El crédito bancario se desplomó. Según datos del Banco de México, el financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado durante 1995 se redujo 18.5% en términos reales. El financiamiento a ese sector se contrajo un 10% adicional durante 1996 y se circunscribe en la actualidad a operaciones de restructuración de adeudos, siendo casi inexistente el crédito para operaciones nuevas.

Ante la posibilidad real de una crisis financiera generalizada, el gobierno ha puesto en marcha un amplio programa de rescate, que implica una velada pero no menos real estatización de la banca. Las autoridades han intervenido directamente seis bancos comerciales, otorgan subsidios para la restructuración de las deudas de los clientes mediante diversos programas de apoyo a deudores y de la compra de cartera a los bancos por medio del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa). Los bancos han emprendido programas de capitalización por medio del Programa de Capitalización Temporal (Procapte), la emisión de obligaciones subordinadas y la fusión con otros intermediarios nacionales o extranjeros.

El programa de rescate de la banca, para el cual se han encontrado créditos externos con organismos multilaterales, ha tenido un costo muy alto. A principios de 1996 se llevaban gastados 15 000 millones de dólares. Se estima que de no agravarse más los problemas, el programa de salvamento bancario puede alcanzar entre un 10 y 15% del PIB. Ha sido un plan sumamente costoso, muy generoso con los bancos y poco favorecedor con las empresas y las personas físicas.

MODELO ALTERNATIVO DE DESARROLLO

Si el diagnóstico presentado líneas arriba sobre la crisis y sus diferencias con crisis anteriores es correcto, se desprende que para salir de la misma e iniciar una etapa de crecimiento estable y

equitativo sería necesario efectuar profundas transformaciones en el país y formular y aplicar un modelo de desarrollo distinto.

La combinación de la crisis del modelo *neoliberal* con la crisis del sistema político mexicano convierte la tarea transformadora en un proceso sumamente complejo. No puede haber recuperación económica sólida y con equidad distributiva sin reforma política. Ésta reclama, para ser efectiva, la reconstrucción de todo el andamiaje de instituciones y del sistema de alianzas que construyó la Revolución mexicana y que fue un factor clave de la estabilidad política y el desarrollo económico alcanzado en 1930-1970, pero el cual ha sido profundamente alterado por la estrategia neoliberal y la recomposición social que ésta ha impulsado.

El eje de la reforma política no puede ser otro que el fortalecimiento de un régimen democrático auténtico, lo que implica, para decirlo en pocas palabras: elecciones libres y equitativas; sufragio efectivo; respeto al pluralismo y a la alternancia política; fin del régimen de partido de Estado; autonomía real de los poderes de la Unión; acotamiento del presidencialismo; construcción de un verdadero federalismo, y refundación del sistema judicial.

La estrategia económica reclama cambios de fondo, no sólo de forma. El modelo exportador impulsado desde 1982 comenzó a hacer agua antes de haber cruzado el océano. No se trata, como se dijo arriba, de reeditar modelos agotados, ni de aislar al país de las tendencias internacionales a la globalización y a la integración de bloques regionales, ni de pretender sustituir las ineficiencias del mercado con intervencionismo indiscriminado del Estado. Pero no se trata tampoco de reiterar estrategias pseudomodernizadoras, de *relanzar* modelos neoliberales que ya han mostrado claramente sus limitaciones y han conducido a la postración, la incertidumbre y la desesperanza actuales.

El proyecto económico de largo plazo exige ajustes de fondo. El fomento de las exportaciones y la búsqueda de nichos en los mercados externos deberán seguir siendo un objetivo a alcanzar para generar las divisas que reclama el proceso de desarrollo, pero

es urgente prestar mayor atención a la reconquista, la rearticulación y el desarrollo del mercado interno, ahora que está sujeto a la competencia exterior.

El dilema entre *desarrollo hacia afuera* y *desarrollo hacia adentro* es falso. Se trata de construir una estrategia de desarrollo *desde dentro*, para usar la afortunada expresión de Osvaldo Sunkel,¹⁵ de una estrategia que signifique, como planteaba Fajnzylber, “un esfuerzo creativo interno por configurar una estructura productiva que sea funcional a las carencias y potencialidades nacionales”.¹⁶

El reto de la estrategia de desarrollo sigue siendo crear un sistema productivo más coherente e integrado, capaz de superar la *restricción externa*, objetivo no conseguido por ninguno de los modelos por los que históricamente ha atravesado el capitalismo en México y en América Latina. La *restricción externa* ha sido la limitante fundamental, tanto del modelo agrario-exportador agotado en la Gran Depresión de los años treinta, como del modelo de sustitución de importaciones agotado en los setenta y de la estrategia neoliberal, ahora en entredicho.

La construcción de un sistema productivo *desde dentro* no implica la autarquía ni la construcción forzada de una industria de base ineficiente, como se intentó en los países del socialismo real, sino de seleccionar las actividades productivas (agropecuarias, industriales o de servicios) orientadas ya al mercado interno, ya al exterior, donde sea factible competir eficientemente.

Necesidad de una política industrial y agropecuaria

La construcción de un sistema productivo más coherente e integrado no puede ser el resultado solamente de las fuerzas del mercado. Se requiere de una política industrial que oriente las decisiones de la inversión privada y las acciones del sector público,

¹⁵ Osvaldo Sunkel, “Del desarrollo hacia dentro al desarrollo desde dentro”, en *El desarrollo desde dentro. Un enfoque neoestructuralista para la América Latina*, Lecturas de El Trimestre Económico, núm. 71, México, 1991.

¹⁶ Citado en *ibid.*, p. 64.

que establezca mecanismos adecuados de fomento y estímulo, tanto fiscales como crediticios. Igual importancia reviste la formulación de una política agropecuaria que saque a este sector del estado de postración en que se encuentra desde la década de los años sesenta.

El nuevo modelo deberá tener como uno de sus objetivos principales la recuperación de la soberanía, seriamente quebrantada a lo largo de decenios de integración subordinada a Estados Unidos, y más de diez años de políticas neoliberales, que han colocado en manos externas, en el Fondo Monetario Internacional, el Tesoro estadounidense y los financieros de Wall Street palancas fundamentales de la política económica. La lógica del modelo económico debe pasar de la preeminencia del exterior y de lo financiero a lo nacional y lo productivo.

Sin renunciar a la apertura económica como directriz general, la política comercial y de inversión extranjera debe ponerse al servicio de la política industrial y de fomento agropecuario y definir cuáles actividades proteger, por su importancia o condiciones específicas, mediante mecanismos arancelarios y el establecimiento de normas estrictas de calidad y programas articulados de fomento, como ha sido el caso de los procesos de industrialización exitosos del Sudeste asiático.

Papel del Estado y de la inversión extranjera

El papel del Estado en una estrategia alternativa y en la definición de sus mecanismos sería fundamental, no sólo en la formulación de la política industrial y productiva, sino también en el desarrollo de los sectores básicos de la economía; en la modernización y expansión de la infraestructura física; la atención de las necesidades sociales de la población; la elevación de los niveles de educación y adiestramiento de la población y de la fuerza de trabajo, y la *detonación* de proyectos en actividades de *punta* que no sean de interés inmediato de los inversionistas privados.

Más que de diferenciales en el costo de los factores, la obtención de ventajas competitivas en los diferentes mercados es el resultado de acciones deliberadas de las empresas privadas y del Estado para mejorar las tecnologías, seleccionar los productos más apropiados, elevar la calidad de los mismos y establecer alianzas y relaciones apropiadas con proveedores, distribuidores y consumidores, etcétera.¹⁷

El desarrollo a largo plazo de la economía mexicana sólo será factible si se basa en el crecimiento del ahorro interno, lo que, a su vez, reclama un sistema productivo sustentado en la inversión productiva, la expansión del empleo y el crecimiento durable de los ingresos y los salarios reales.

La inversión extranjera directa deberá desempeñar un papel importante en la modernización y restructuración del sistema productivo. Los flujos de capital de cartera no son nocivos en sí mismos, pero deberían arribar al país como resultado de la solidez de la economía y del proyecto económico, y no en búsqueda de premios artificiales basados en tasas de interés reales exageradamente altas que lesionan a la planta productiva.

Programa de corto plazo

En el corto plazo, los retos económicos son formidables. Las dificultades actuales, sintetizadas en el estancamiento productivo y en el sobreendeudamiento de empresas, bancos e individuos, muestran que no habrá una recuperación automática de la economía con sólo perseverar en el ajuste, el cual es recesivo por naturaleza.

La profundidad y la persistencia de las tendencias deflacionarias, enraizadas en el sobreendeudamiento de bancos, empresas y gobierno, revelan que el problema principal de la política económica en el momento actual no es controlar la inflación, sino crear las condiciones propicias para reiniciar el crecimiento sobre bases sólidas. Coincido con Dornbush en que:

¹⁷ Véase al respecto Michael Porter, *La ventaja competitiva de las naciones*.

La obsesión de México con la inflación estuvo detrás de la sobrevaluación que condujo a la crisis del peso en 1994 [...] La inflación es mala, pero el no crecimiento es mucho peor [...] La estrategia correcta hoy sería dejar que bajen las tasas de interés y poner la economía en movimiento.¹⁸

Aunque la devaluación de 1994 provocó el avivamiento de la inflación, se trató fundamentalmente de un proceso de ajuste de los precios internos al nuevo nivel del tipo de cambio, como resultado de la alta dependencia del sistema productivo respecto de los insumos exteriores. A diferencia de la crisis de 1982, los peligros de una inflación incontrolable son menores, debido a los siguientes factores:

1] los empresarios evitan al máximo la elevación de los precios de sus productos como mecanismo de conservación de sus márgenes de ganancias, en virtud de la debilidad de los mercados;

2] los márgenes de utilización de la capacidad instalada son muy bajos;

3] el gasto público crece con lentitud como resultado del ajuste, además de que las finanzas públicas se encuentran prácticamente en equilibrio;

4] el crédito bancario se mantiene contraído como consecuencia del sobreendeudamiento y de la crisis bancaria, y

5] si bien la depreciación del tipo de cambio es el principal factor inflacionario por su efecto en los costos y en los precios de los bienes de consumo importados, no existe una inercia inflacionaria como la de 1988, cuando se puso en práctica el Pacto.

La prioridad del programa económico en el corto y en el largo plazos debería ser la de recuperar el crecimiento económico y elevar los niveles de empleo. La recuperación económica será imposible mientras persistan tasas de interés reales tan altas. Esta situación es un fardo para el cumplimiento de las deudas, a la vez

¹⁸ Rudiger Dornbush, "A Strong Peso is Just what Mexico doesn't need", *Business Week*, 20 de noviembre de 1995.

que limita en forma seria la reactivación del crédito, sin el cual el auge es impensable en cualquier economía monetaria.

La manipulación de las tasas de interés para detener la especulación cambiaria y traer y/o retener el capital, como se demostró durante las *turbulencias financieras* de septiembre de 1995, además de ser cada vez más ineficaz para conseguir tales propósitos tiene un efecto perverso en la economía, pues acrecienta la incertidumbre, inhibe la inversión en las actividades productivas y desvía el capital hacia la especulación.

El empleo de las tasas de interés como mecanismo corrector de los desequilibrios cambiarios no es un fenómeno mexicano, sino un rasgo de la economía internacional desde la ruptura del sistema monetario de Breton Woods, lo que implicó el abandono del patrón oro-dólar y el fin del régimen de paridades fijas. La existencia de tasas flotantes empuja a los gobiernos a utilizar las tasas de interés como mecanismo estabilizador del tipo de cambio. La tasa de interés deja de ser una variable interna para convertirse en instrumento de ajuste de los movimientos internacionales de capital.

Como señala G. de Bernis, el exceso de recursos líquidos que circulan en los mercados financieros internacionales “no puede más que colocarse sobre los mercados especulativos, lo que los hace circular de país en país en la búsqueda de ‘premios de cambio’, obligando a los bancos centrales a manipular las tasas de interés para defender el valor de sus monedas”.¹⁹

El modelo alternativo debería desvincular, en la medida de lo posible, el nivel de las tasas internas de interés de las vicisitudes del tipo de cambio. Cuando menos tres derivaciones de política económica se desprenden de la idea de separar los movimientos de la tasa de interés del comportamiento del tipo de cambio:

1] La lógica del modelo económico pasará del predominio de los intereses financieros a la preeminencia de los intereses de la planta productiva nacional.

¹⁹ Gerard Destanne de Bernis, “Nations Versus Économie Mondiale”, mimeo., p. 52.

2] En condiciones de reservas internacionales restringidas como las actuales, la obsesión por un tipo de cambio estable debe abandonarse como un objetivo prioritario, lo que además estimulará el crecimiento de las exportaciones y desalentará la furia importadora y el gasto en el exterior.

3] La mejor defensa del tipo de cambio descansará en la fortaleza de la economía y la confianza en el programa económico, así como en los progresos que se consigan en la reforma política, en el combate a la corrupción y en el fortalecimiento de un régimen de derecho.

El detonador de la recuperación está del lado de la demanda agregada

La baja de la tasa de interés y la flexibilización de la política monetaria son condiciones necesarias, pero no suficientes, para consolidar la recuperación económica. La existencia de tendencias deflacionarias impide una salida de la crisis en forma endógena, mediante el crecimiento del consumo o de la inversión privada.

Los altos niveles de endeudamiento de las empresas impiden la reactivación de aquélla. Los escasos recursos de que disponen la mayoría de las empresas se utilizan para cubrir pasivos financieros, fortalecer sus tesorerías o para efectuar pagos atrasados a los proveedores, el fisco u otras obligaciones legales. El consumo privado se encuentra restringido por el sobreendeudamiento de las personas físicas, las tasas impositivas, el desempleo creciente y el imparable deterioro de los ingresos reales de la mayoría de la población, proceso que arrancó hace ya dos décadas.

Las exportaciones no pueden, por sí mismas, convertirse en la locomotora de la economía. La alta concentración de las exportaciones de manufacturas en unas cuantas empresas trasnacionales y nacionales es un hecho elocuente de su poca capacidad de arrastre al conjunto de la economía, sobre todo en el marco de una economía abierta. Y en cuanto a la inversión extranjera, es conocido su peculiar comportamiento *procíclico*, por lo que no será una

salida de la crisis, sino que en todo caso cobrará fuerza una vez que la recuperación se haya consolidado.

¿Cuál sería, entonces, el elemento detonador de la recuperación? Si lo dicho arriba resulta válido, la salida de la crisis sólo se podría dar de manera inducida, mediante la elevación de la *demanda agregada*. Ésta podría darse con un incremento de la inversión pública y un aumento, también inducido, del consumo privado. Ello implica modificar la política salarial y desgravar fiscalmente a los grupos de ingresos medios y bajos.

Es necesario señalar que la recuperación sólida será una meta inalcanzable si no se avanza en la negociación de la deuda externa, que hoy, como en 1982, es uno de los grilletes más pesados de la economía mexicana. Es probable que sea cierta la visión de las autoridades hacendarias en el sentido de que no existen problemas inmediatos para cubrir el servicio de la deuda, dado el perfil de los vencimientos y la práctica redención de la totalidad de los tesobonos. Sin embargo, el problema principal no se sitúa en la posibilidad de pagar, sino en si dicho pago limita o no la capacidad de crecimiento de la economía y, en este caso, la respuesta es sin duda positiva. La liberalización de recursos que ocasionaría la renegociación de la deuda externa y su utilización en proyectos de inversión sería un detonador de la recuperación.

Finalmente, la recuperación exige la reestructuración a fondo de las carteras vencidas del sistema financiero interno. Los programas de apoyo a deudores que se han concebido hasta la fecha han resultado insuficientes y demasiado costosos. Se requieren medidas más imaginativas y audaces, incluyendo el uso de instrumentos fiscales que permitan a las empresas y a los individuos liberar liquidez, sobrevivir en el mercado y reiniciar, así sea gradualmente, sus programas de expansión de la producción.

Crisis financiera: mercado sin fronteras se terminó de imprimir en abril de 1998 en los talleres de PEÑA SANTA, Carretera México-Xochimilco, 92 Col. San Lorenzo Huipulco, México, D.F. La tipografía y la formación se realizaron en Grafitec, Servicios Editoriales (tel. 688 9391), y estuvieron a cargo de Osmar R. Jacobo y Pedro L. García. La edición consta de 1 000 ejemplares.

¿Dónde será la próxima crisis financiera? ¿A cuánto ascenderá el costo a pagar por los contribuyentes de los propios países en crisis y del resto de las naciones del mundo? ¿Qué tanto afectará el crecimiento económico mundial? ¿Cuánto tendrá que reducirse el gasto gubernamental en México, como consecuencia de la siguiente crisis financiera, donde quiera que ésta ocurra? ¿En cuánto se incrementará el desempleo, en los países en crisis y también en los que reciben sus "efectos"? Éstas y otras preguntas se hacen cotidianamente por el orbe mientras que, como lugar común, la "globalización" ha venido adquiriendo, a pesar de todo, una fuerza política enorme.

La crisis del Sudeste Asiático en curso ha mostrado la insuficiencia de los organismos financieros internacionales para enfrentar la inestabilidad característica de mercados desregulados, cuando en los últimos 15 años se han presentado crisis bancarias en más de 130 países. Las limitaciones de las propias instituciones supervisoras por casi todo el mundo para prevenir las crisis, junto con la imposibilidad de evitarlas, incluso por parte de gobiernos celosos del mantenimiento de fundamentos económicos sanos, están conduciendo a la discusión de políticas alternativas de supervisión y de regulación de los mercados, reconociendo sus nuevas características en cuanto a innovación y cambio tecnológico.

Crisis financiera: mercado sin fronteras es producto de la colaboración de destacados especialistas en economía financiera internacional. Analiza, desde distintas vertientes, los límites económicos del "...mercado sin fronteras...", las crisis financieras, sus orígenes y consecuencias. Las coordinadoras de este libro han publicado en los últimos años *Crisis bancaria y carteras vencidas*; *La banca de desarrollo en el umbral del siglo XXI*, e *Integración financiera y TLC*.

Este libro es una lectura obligada para todos aquellos que buscan entender el curso de la economía mundial contemporánea, las más recientes crisis financieras, incluyendo la crisis mexicana, o bien que necesitan del reconocimiento explícito de las principales tendencias financieras para el diseño de políticas públicas.

